全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

東航金融 · 衍生译丛

PEARSON

使用铁秃鹰期权进行投机获利

双边证券市场的交易策略

迈克尔 · 哈纳尼 · 本克利法（Michael Hanania Benklifa） 著
周琼琼 李成军 译

Profiting with Iron Condor Options



全面解读运用铁秃鹰期权获利的秘诀！

- 动荡市场投资必读！
- 交易的重点是盈利最优化，而不是盈利最大化！
- 破解持续创造盈利的同时降低风险的完美投资策略！
- 细节决定成败，详细阐述铁秃鹰期权交易的各个关键点。

上海财经大学出版社 PEARSON

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

東航金融·衍生译丛
KiiiK CES FINANCE



使用铁秃鹰期权进行投机获利

双边证券市场的交易策略

迈克尔·哈纳尼·本克利法（Michael Hanania Benklifa） 著
周琼琼 李成军 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

使用铁秃鹰期权进行投机获利:双边证券市场的交易策略/本克利法(Benklifa,M. H.)著. 周琼琼,李成军译. 一上海:上海财经大学出版社,2012.8
(东航金融·衍生译丛)
书名原文:Profiting with Iron Condor Options:Strategies from the Frontline for Trading in Up or Down Markets
ISBN 978-7-5642-1424-1/F·1424

Ⅰ.①使… Ⅱ.①本… ②周… ③李… Ⅲ.①期权交易-研究 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 165746 号

□ 责任编辑 石兴凤
□ 封面设计 张克瑶
□ 责任校对 林佳依

SHIYONG TIETUYING QIQUAN JINXING TOUJI HUOLI

使用铁秃鹰期权进行投机获利

——双边证券市场的交易策略

迈克尔·哈纳尼·本克利法 (Michael Hanania Benklifa) 著
周琼琼 李成军 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华教印务有限公司印刷
上海春秋印刷厂装订
2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 8.25 印张(插页:3) 134 千字
印数:0 001—4 000 定价:28.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Authorized translation from the English language edition, entitled PROFITING WITH IRON CONDOR OPTIONS: STRATEGIES FROM THE FRONTLINE FOR TRADING IN UP OR DOWN MARKETS, 1E, 9780137085514 by BENKLIFA, MICHAEL, published by Pearson Education, Inc., publishing as FT Press, Copyright © 2011.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS Copyright © 2012.

上海市版权局著作权合同登记号:图字 09-2012-326 号。
本书封面贴有 Pearson Education(培生教育出版集团)激光防伪标签,无标签者不得销售。
版权所有,侵权必究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给我美丽的妻子阿德里亚（Adira）及可爱的孩子耶胡达（Yehudah）、西蒙（Shimon）、查娜（Chana）和钱姆（Chaim）！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总　序

20 世纪 70 年代，随着布雷顿森林体系瓦解，美元与黄金挂钩的固定汇率制度遭到颠覆，金融市场出现了前所未有的大动荡。风险的巨大变化，带来了巨大的避险需求。以此为契机，金融衍生品逐渐从幕后走到前台，成为了风险管理的重要工具。金融期货是金融衍生品最重要的组成部分。1972 年，以外汇期货在芝加哥商业交易所的正式交易为标志，金融期货在美国诞生。金融期货的本质，是把金融风险从金融产品中剥离出来，变为可度量、可交易、可转移的工具，被誉为人类风险管理的一次伟大革命。经过 30 年的发展，金融期货市场已经成为整个金融市场中不可或缺的组成部分，在价格发现、保值避险等方面发挥着不可替代的作用。

我国金融期货市场是在金融改革的大潮下诞生的。2006 年 9 月 8 日，经国务院同意、中国证券监督管理委员会批准，中国金融期货交易所在上海挂牌成立。历经多年的扎实筹备，我国第一个金融期货产品——沪深 300 股指期货——于 2010 年 4 月 16 日顺利上市。正如王岐山副总理在贺词中所说的：股指期货正式启动，标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步，这对于发育和完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。

股指期货到目前已经成功运行一年半，实现了平稳起步和安全运行的预期目标，成功嵌入资本市场运行和发展之中。股指期货的推出，对我国股票市场运行带来了一些积极的影响和变化：一是抑制单边市，完善股票市场内在稳定机制。股指期货为市场提供了做空手段和双向交易机制，增加了市场平衡制约力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量，有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货，可以替代在现货市场的频繁操作，增强持股信心。同时，股指期货具有一定的远期价格发现功能，可在一定程度上引导现货交易，稳定市场预期，减少股市波动频率。二是提供避险工具，培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不消除股市风险，但它使得股市风险变得可表征、可分割、可交易、可转移，起到优化市场风险结构、促进股市平稳运行的作用。三是完善金融产品体系，增加市场的广度和深度，改善股市生态。发展股指期货等简单的基础性风险管理工具，不仅能够完善金融产品体系，增加市场创新功能，提高市场运行质量，同时也有助于保障金融资源配置的主动权，实现国家金融安全战略的重要选择。

股指期货的成功上市，打开了我国金融期货市场蓬勃发展的大门。中国是一个经济大国，一些重要资源、重要基础商品、金融资产的定价权，必须通过稳健发展金融衍生品市场来实现和完成。“十二五”规划提出，要加快经济发展方式转变，实现经济结构调整。这需要我们不断扩大直接融资比例，积极稳妥地发展期货市场，同时也对我国金融期货市场的发展提出了更高的要求，给予了更加广阔的空间。下一步，在坚持国民经济发展需要、市场条件具备、交易所准备充分的品种上市原则的基础上，中国金融期货交易所将进一步加强新产品的研究与开发，在风险可测、可控、可承受的条件下，适时推出国债期货、外汇期货等其他金融期货品种，为资本市场持续健康发展，为加快推进上海国际金融中心建设，做出应有的积极贡献。

金融期货在我国才刚刚起步，还是一个新的事物，各方对它的认识和了解还需要一个过程。因此，加强对金融期货等金融衍生品的功能作用宣传、理论探索和实践策略的分析介绍，深化投资者教育工作，事关市场的功能发挥和长远发展。

东航金戎作为东航集团实施多元化拓展战略的重要金融平台，始终对境内外金融衍生品市场的现状和演变趋势保持着密切关注，在金融衍生品市场风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究与资产管理实践等领域，努力进行着有益尝试。这套由东航金戎携手上海财经大学出版社共同推出的“东航金融 · 衍生译丛”，包含了《解读石油价格》、《硬通货》、《捕捉外汇趋势》、《对冲基金全球市场盈利模式》、《使用铁秃鹰期权进行投机获利》五本著作。它们独辟蹊径，深入浅出地向读者展示了国际金融衍生品市场的奥秘与风景。相信此套丛书一定能够有助于广大投资者更加深入地了解金融衍生品市场，熟悉投资策略，树立正确的市场参与理念和风险防范意识，为中国金融衍生品市场的发展贡献力量。

朱玉辰
中国金融期货交易所总经理
2012 年 8 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

期权交易者相比其他投资者有优势，因为他们能够构建不管基础证券波动方向如何均能获利的结构性头寸。很多期权交易者在基础证券于一定时间内没有波动的情况下获得最大的利润。铁秃鹰期权就是这样的交易。简单地说，铁秃鹰期权在交易持续期间窄幅振荡时会获得大量的利润。结构适当的铁秃鹰期权能在适应市场大幅变化的同时产生不菲的利润。

铁秃鹰期权的这一特点是使其成为精明的交易者最喜欢的交易之一，他们发现，该期权具有不用对波动方向下注就可以获利的优势。他们的观点正好与选股人的观点相反，后者用其所有的时间寻找以低于公允价值买入的"低估"证券。铁秃鹰期权交易者假设市场了解股票或指数的公允价值，并将持续以接近目前价格的水平进行交易，直到新的消息发布，产生了一种截然不同的观点。而且，由于期权价格基于波动率制定，它们通常包含了类似消息的影响。因此，精明的期权交易者应该能够在多数市场中组建可以获利的铁秃鹰期权。

魔鬼经常存在于细节之中。如果组建可以获利的铁秃鹰期权是容易的，那么每个人都会富裕起来；也就没有什么可以值得写的，本书将浓缩为涵盖关于其规则的项目符号列表的一页纸。但是这样不可能进一步接近真理。铁秃鹰期权有四个移动的部分，均受时间和波动率的影响。反过来，波动率也有一个结构，该结构依据行权价和到期日而变化。其经常以复杂的形态涨跌，让人难以理解。这让我想起与迈克尔(Michael)的一次对话，他指出交易者在某种程度上是不对称的，因为波动率在市场上涨时下降，在市场下跌时上涨。因此，买入期权的调整不同于卖出期权的调整。一小块黄金及与其相关的细节只是本书所囊括内容的1%。

就在几年前，私人投资者涉足市场还可以获利。那样的日子已一去不复返。如今复杂的市场即使对最精明的投资者也是一个挑战。成功的交易策略围绕复杂的交易结构、认真的风险管理、市场如何对消息和事件做出反应的详细理解以及准确的择时而构建。本书探究了上述这些主题，并集中讲述了最受欢迎的一个交易结构。更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的是，它代表了在历史上最动荡的市场中用数百万美元多年进行交易的知识的积累。

杰夫·奥根(Jeff Augen)

《在到期日交易期权》(*Trading Options at Expiration*)的作者

2010 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

首先，我要感谢将这一切成为可能的造物主(Creator)。

本书的诞生缘于很多人多年来对我的帮助。我想感谢大卫·高德博格(David Goldberg)、约瑟夫·本拉特(Joseph Benporat)和谢尔·罗森伯格(Shelly Rosenberg)，是他们为我开启了交易生涯的大门，并帮助我克服和度过其间的各种困难；感谢奥斯卡·罗森伯格(Oscar Rosenberg)、弗雷德·多德(Fred Todd)、迈克·戈德舒密特(Miky Goldschmiedt)、苏珊·戴蒙德(Susan Diamond)、大卫·舒尔茨(David Schwarcz)对我的信任，促使我实现这一目的。感谢苏珊给我提供的所有观点、想法、文章和支持。史蒂夫·兰斯(Steve Lentz)经常帮助我解决最难的问题。感谢弗兰克·法伊(Frank Fahey)的洞见和指导。感谢阿里克斯·卢珊塔克(Alex Lushtak)、阿纳托利·迪克曼(Anatoly Tikhman)给予我机会。基恩·卢珊塔克(Gene Lushtak)对我所做工作的解释要比我好。感谢我的岳父母史蒂夫(Steve)和卡罗琳·凯恩(Carolyn Kayne)，他们是检验我的想法的非常好的“普通投资者”。《金融时报》出版社的吉姆·波德(Jim Boyd)能够准确地理解期权，并给予我写作和出版的机会。迈克尔·汤姆塞特(Michael Thomsett)做了非常好的编辑工作。

大卫·雷哈菲尔德(David Lehrfield)经常不同意我的观点，但是能很好地执行交易，是一个难得的朋友。你在本书中将会多次发现他的身影。

我尤其要感谢在很多方面给予我指导的期权导师杰夫·奥根。没有他的直接参与，不仅本书无法出版，而且他深刻地改变了我作为交易者对期权的思考和交易方法。读完他的书，我的交易思路和方法改变了。我期待着你们改变交易思路和方法的那一天。

最后，没有我妻子阿德里亚及孩子耶胡达、西蒙、查娜和钱姆的耐心和鼓励，我永远不可能完成本书。

再次感谢所有给予我关心和帮助的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

迈克尔·哈纳尼·本克利法通过其奥赛罗咨询(Othello Consulting)公司为私人投资者管理着几百万美元，每月用铁秃鹰期权进行交易。他之前是瑞银(UBS)的金融顾问和几家大的医药公司的并购顾问。本克利法拥有得克萨斯农业机械大学(Texas A&M)硕士学位、法国里尔高等商业学院(École Supérieure de Commerce)管理学硕士学位及得克萨斯大学哲学学士学位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

我过去不喜欢交易。股票交易的问题在于，为了做出正确的选择，你不得不了解太多或者在盲目信任的基础上交易。人们每天在对公司或其交易的股票没有一点想法的情况下买卖股票。

不久前，我曾经从事与并购相关的工作。我的工作是确定大公司收购的企业的变量。让我们先缩小范围，比如说，你有 100 000 美元，想收购一家小企业。你想知道该企业的哪些信息呢？你必须看其账簿，跟踪收入、利润和费用。但是，仅仅基于上述信息就买入一家企业是愚蠢的。

你也想了解竞争、市场份额、竞争对手的数量及竞争优势。不了解竞争对手，你就不会真正掌握公司的未来。

还有更多需要了解的信息。谁是供应商？有哪些供应合约？他们还向其他公司供应产品或服务吗？供应线对利润底线非常重要。

还有更多的关于雇员的问题。你必须了解谁是不可缺少的，谁不是不可缺少的，以及现在签订的是哪一种雇佣合约。你需要与销售团队和营销部门沟通，了解其想法。

在投资前，你还应该问更多的关于企业的问题。然而，几乎每个投资股票的人都不能回答关于公司最基本的问题。选择你喜欢的公司。你能说出该公司五家最大的竞争对手吗？其主要供应商是谁？你只是依靠技术图表买入其股票吗？通常，只要上面几个问题就足以让人们冷静下来。然而，人们仍将其毕生的储蓄投资于他们实际上什么也不知道的公司。

实际上，谁知道上述问题的答案？上述关于公司的信息也许只有全职专家知道，而你是从来都不会知道的。即使这些专家有时候也会犯错。

之所以我不喜欢交易，是因为我相信我没有自信做出完美的决策——不能在一天结束时依赖猜测做出决策。我是金融顾问，人们经常问我对市场的想法或我是否有好的股票建议，说“我不知道”太直白，但这是一个诚实的答案。我一般推荐结构性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品及对冲风险的股票、期权和债券的组合。不幸的是,一些结构性产品是由雷曼兄弟这样脆弱的机构发行和担保的。我对这些产品的了解越多,就越理解期权的复杂性。

期权吸引我的地方在于,即便你不知道公司的任何信息,也有策略在起作用。你甚至不必知道价格将上涨还是下跌。实际上,交易与公司或者价格没有任何关系。交易不得不处理价格所蕴含的恐慌以及距离到期日还有多久。实际上,行情是不相关的。因此,现在我意识到我能在对股票走势没有任何看法的情形下进行交易。

随着时间的推移,我研究了多种期权策略,并将铁秃鹰期权作为我最喜欢的选择。有多种方法可以使用这一策略进行交易,我尝试了所有的方法。本书中展示的策略是我发现在多种市场形势下效果最好的。在过去几年非常困难的市场形势下,我经常努力创造非常好的回报。如果你一年的回报介于30%～60%之间,不要对此感到惊奇。不对这样的业绩进行担保,但是能够实现。

当我解释自己在做什么时,我经常问几个问题。第一个问题是:“风险是什么?”第二个问题是:“为什么我之前从来没有听说过?”第三个问题是:“为什么不是每个人都这么做?”

关于第一个问题,我经常描述交易的风险性质。这一交易中蕴含着很多风险。每个人都应该考虑交易的性质,他们愿意承担多大的风险?以及他们中谁愿意承担风险?结果依上述问题的答案而定。我一般比那些把资金交给我进行交易的客户更加能够规避风险。

“为什么我之前从来没有听说过?”这一问题的答案不那么简单。普通投资者要么交易自己的股票,要么通过顾问为其管理投资组合。

顾问一般并不真正想交易期权。一般来说,他们对期权的了解非常有限,他们的交易方法也非常简单。他们交易期权就像交易股票一样。买入这个期权或那个期权,看其到期日的表现。另外一种正式的铁秃鹰交易策略是持保看涨期权(Covered Calls)。此外,我在大公司的经历表明,他们实际上不鼓励顾问用复杂的方式交易期权。即便他们想进行有效的交易,一般来说,系统中也没有合适的工具对期权进行适当的分析。一家大的经纪公司的首席期权策略师告诉我,他们不想其顾问交易期权,因为他们担心会犯大的错误。对他们来说,这是一个明智的决定,但是实际上限制了你作为交易者和投资者赚钱和保护自身资产的能力。

此外,复杂的期权交易需要持续的监测。容易的交易不需要任何关注,但是你不能分辨哪个是容易的交易,直到你完成了这一交易。市场会随时波动,你不得不为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应对市场的变化而做准备。除非你有关注市场并在必要时下单的乐趣，否则，你在交易中将会增加风险。

最后一个问题是，"为什么不是每个人都这么做?"对此，有一些不同的答案。首先，过去的投资者缺乏交易期权的经验。他们中的多数人因买入期权——通常是一个糟糕的赌注——亏损而受伤。其次，投资者真正缺乏对于期权和特定策略的教育和理解，本书试图帮助他们，以进行弥补。再次，没有人会为你做这一工作。你的顾问不会为你管理期权策略，因为相对于涉及的风险来说，他赚的钱不够多。他不会监测交易，因为他还不得不为 100 个其他的客户做理财规划。共同基金也不会这么做，因为这不符合他们的章程。对冲基金则太大了。他们不能只是进入市场，开始在期权市场上花费 10 亿美元。

很多人问我为什么会披露自己的策略。他们怀疑，这不会毁灭其有效性吗? 首先，我没有发明铁秃鹰期权，也没有再次发明车轮。这只是一种策略，而不是一个公式。我们可以将其看做交易铁秃鹰期权的一种方法。很多想交易期权的交易者或非交易者缺乏的是对期权实际上如何运作的适当理解。有很多移动的部分需要跟踪。我将股票交易比作抛硬币。而期权交易更像下棋。

在深入介绍之前先提两个警告：(1)从铁秃鹰期权的本质来说，它是一种高风险的策略。它能够让你毁灭，让你在一次交易中失去全部或大部分资金。本书考虑了这一可能，指出了降低而不是消除风险的方法。你必须学会选择正确的交易工具及铁秃鹰期权的范围，有策略地选择进入和退出的时点，限制自己在市场中的时间，特别是不要贪婪，这均有助于降低风险。尽管采用了所有规避风险的管理措施，但是还会有完全失败的可能。(2)这不是一个收益策略。为了鼓励人们学习相关课程或买书，很多人会将其称为收益产生策略，一般来说，因为其成功的可能性高。但是将其称为收入策略会产生误导，这是不准确的。

铁秃鹰期权是交易，仅此而已。如果你将其作为一种收益策略，更糟糕的是，依赖其产生收益，你将会亏掉所有的钱。你将这一策略的作用过度夸大，最终将被铁秃鹰期权毁灭。

除了上述警告外，我绝对热爱交易铁秃鹰期权。我为自己和客户赚了很多钱，尽管我也有过很多不眠的夜晚。然而，赚钱是不容易的，也不会没有任何风险。即便是在担心市场走向的时候，我也有一定的信息并获得不错的回报。

秃鹰是一种展开双翼可以达到 10 英尺的大鸟。当其飞起来的时候，只是偶尔拍翅飞行，大部分时间在滑翔。这种具有沉默、耐心和可爱的鸟翱翔在空中，穿越时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和空间,会为我们即将学习的交易提供一种有用的比喻。就像拍动其翅膀一样,开始和结束铁秃鹰期权交易是不经常进行的。空气中的耐心飘逸反映了缓慢和稳定的时间递减以及低的波动率,这会增加我们的利润。对这种值得尊敬的鸟给予应有的尊重,你就能站在它的翅膀上翱翔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

总序/1

序/1

致谢/1

作者简介/1

前言/1

第一章　赛马/1

太好了，不可能是真的/1

交易简介/2

期权如何发挥作用？/3

赛马/3

第一圈/4

第二圈/4

第三圈/4

第四圈/4

赢家是……/5

买入与卖出/6

买方/6

卖方/7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易数学/11
时间就是金钱——西塔/12
波动率：其他的一切/18
CSI：铁秃鹰期权/21
美式期权和欧式期权/28
套期保值影响/29
波动率缺口/30

第二章　进入交易/35
2/3/ 35
时间/37
仓位/40
基本面/41
图表/42
德尔塔/44
价格/47
综合考虑/48
为什么进入交易？/50
交易的规则/52
横盘市场/53
上涨趋势市场/54
下降趋势市场/57
曲线形状/58

第三章　交易日志/63
持有至到期/63
星期五到期/65
退出交易的参数/65
调整/66
实际交易日志/67

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

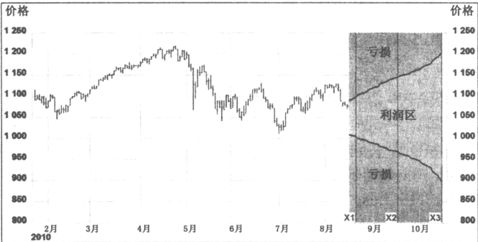
完美的交易/67
横盘市场/67
下降市场的伟大交易/72
不那么完美的交易/74
一切都错了/76
丑陋的交易——2008 年崩盘/83
交易不受控制的反弹/90
风险管理/92
接受损失/92
降低敞口/92
单侧回购/93

第四章 日内交易铁秃鹰期权/94
关于收益/94
完美设置和交易/97
过程/102
次日上午/106
重要的消息发布/108

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 赛马

铁秃鹰期权是一个复杂的期权交易，如图 1.1 所示，在一定的价格区间内会随着时间的推移产生利润。准确地选择价格运动的方向不是必需的，而理解交易中的动态是长期成功和限制风险的关键。



资料来源：OptionVue 6。

图 1.1 标准普尔 500 指数走势

太好了，不可能是真的

很多人在不了解其面临的风险或不掌握知识的情况下交易期权。本书阐述了与铁秃鹰期权交易有关的问题。无论如何，交易铁秃鹰期权是有利可图的，假如你能相当轻松地创造利润，你也就能在铁秃鹰交易中亏损。铁秃鹰期权是你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能创造的最稳定的盈利交易，如果运用正确，每年的潜在回报率可以达到30%、40%、50%，甚至更多。

正如下棋有不同的方法一样，交易铁秃鹰期权也有不同的策略和方法。本书展示了一种旨在最大化盈利和最小化风险的保守策略。

交易简介

具有讽刺意味的是，在使用铁秃鹰期权交易时，对公司或市场走向有想法最容易导致亏损。你越相信自己的想法是正确的，你就越有可能持有亏损的头寸，忽视现实——不是公司的现实，而是交易的现实。聪明的投资者伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)曾经说过，股票市场上交易的主要目的是愚弄尽可能多的人。对这一建议最好的反应是没有想法。

很少有地方能够让没有想法的人实际上赚到钱，令人惊讶的是，期权市场就是这样的一个地方之一。一些"市场中性的"期权策略师，即他们创造利润的潜力不取决于市场是否上涨或下跌。实际上，市场中性策略在市场上既定的时间内上涨和下跌时表现最好。

曾经有一段时间，有一种观点广为流传，即你只有将自己的钱投资于股票市场，才会富裕起来，直到退休。这一假设如此明显，以至于创造了一种所谓的个人退休账户(Individual Retirement Account, IRA)，便于人们将其资金投资到股票市场上，并享受税收优惠的待遇。这一思考方法的根本问题在于，人们忘记了股票市场是一个投资的场所，汇集了所有与之相关的风险和危险。它并不是一个退休账户。在2008～2009年市场崩盘后，多数投资者才痛苦地意识到这个事实。买入并持有策略并不能保证创造财富。

投资也有很大的障碍，即获得和运用知识。你真的对股票市场了解很多吗？如果苹果公司股票的价格是200美元，你需要了解一些其他人不知道的信息以相信市场对苹果公司的定价是错误的，该公司股票的价格应该高于或低于200美元。实际上，认为自己比大量超级计算机和博士编程团队的职业人士有优势只是一种幻想。如果你有机会通过投资市场赚钱，你则有可能是抓住了波浪，它会使每个人都赚钱——换句话说，你很幸运。

在股票市场上还有另外一种方法可以赚钱，即交易——与投资没有任何关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系。投资需要，或者说至少需要对公司及其板块进行研究、理解、仔细分析和制定相应的策略。交易是赚钱的简单方法。交易涉及的时间越短，基本面信息和所有的相关研究发生显著变化的几率就越小。

波段交易者喜欢在几天或几周的时间内交易。日内交易者喜欢在几小时、几分钟甚至几秒钟内进行交易。现在涉及高频交易(High-Frequency Trading，HFT)的计算机可以在百万分之一秒内买入和卖出头寸。计算机比交易员有优势。计算机能够在你眼部神经将刚读到的视觉信息以电信号的形式发送给大脑之前，处理所有相关的消息和信息，并据此进行交易。

有一个领域，计算机没有竞争优势。这就是期权交易。期权交易者观察和依赖市场情绪——忧虑和恐慌，涉及其最大化或最小化影响的举措。逐渐增加的忧虑意味着期权价格的上涨，逐渐降低的忧虑意味着较低的价格。尽管计算机程序可以瞬间发现错误定价的期权，但有些内容计算机是不能理解的。

期权如何发挥作用?

期权可以看做交易的“瑞士军刀”。期权交易策略的组合和技巧似乎是无限的。相比较而言，股票交易是简单的方向交易。买卖股票的决定通常通过基本面分析或技术图表分析来实现。期权交易也用这些工具，甚至依赖程度还要高一些。

本节不想对期权进行介绍，而是对期权交易进行介绍。多数关于期权的书籍用大量的笔墨比较完全不同的期权策略以及期权交易结束时的结果。然而，娴熟的期权交易者在到期前也许会多次买入期权和卖出期权。

本书更多地关注实际交易策略，较少关注理论。不是讲述你知道什么，而是讲述你如何知道它。你所要做出的、大的、思维定势的变化是像交易者而不是像投资者那样思考。

对期权交易的基本知识的总结是随后评论的一个好的起点。这一评论不是完全的，而是为了说明进行期权交易需要掌握的内容。即便你已经对期权如何运作有了一些了解，随后的讨论仍然会对你有所帮助。

赛 马

随后的比喻会对你进行期权交易的心态有所帮助。想象一下，你下过注的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赛马。你赌注的价值取决于几率。如果你的马是 2∶1 的赔率，你赢的几率很高，但是你不会赚很多钱；如果你压注的马是 100∶1 的赔率，你赢的几率要小得多，但是如果你赢了，收益将是巨大的。

因此，你去了赛马场，赌自己喜欢的马西波(SeeBo)——赔率是 100∶1——会赢。比赛要跑四圈，从一开始，你就等着看其最终是赢还是输。到目前为止，过程很简单。

现在加入一个花样使这一场比赛更加有趣。你可以在比赛期间买入或卖出自己的赌注。如果你是一个只喜欢等待直到比赛结束的人，那么这一花样不会引起任何改变；如果你是一个喜欢积极进展或规避风险的人，那么这一新的动态变化将改变一切，使得其成为一次全新的赛马。

从头到尾审视一下概率，你就会更好地理解由这一新增花样引发的复杂性。

第一圈

在第一圈后，西波出人意料地领先。如果西波保持这一领先态势并赢得比赛，那么，你手上的赌注会赢得一大笔钱。你应该做些什么呢？你会现在卖出吗？还有三圈要跑，虽然你现在得到的赌金不会比最终结束时多，但是比一无所获要强一些。你决定继续下注。

第二圈

第二圈中，西波体力有所下降，开始落后。你后悔没有把握机会卖出赌注，但是，你如果现在卖出，则还可以挽回一点本金。相反，你决定继续下注，因为你相信它真的“应该”赢。

第三圈

第三圈，西波重新振作起来，现在开始接近第一的位置。你为自己的智商感到自豪，因为你显然是对的。赌注下得值，因为当你能够赢到大的赌金的时候，为什么要现在卖出呢？

第四圈

最后一圈，你的心跳加快了。如果西波领先，你的赌注值多少钱呢？如果西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波与其他马并驾齐驱呢？如果它开始落后呢？时间马上就要到了，它现在的位置是绝对重要的，因为结果要发生大的变化几乎没有时间了。

赢家是……

赢家是谁没有关系，因为现在你已经明白了。期权交易在短暂的时间内涉及多种动态变化。正如赛马有终点一样，期权有到期日，即每个月的第三个星期五（对指数期权而言）或星期六（对股票期权而言）。此时，期权要么有价值，要么一文不值。在到期日之前，价值根据几率的变化——价内还是价外以及距离到期日的时间——而定。

比赛时的精力和兴奋在期权中以不同的术语表示。比赛中马的位置为德尔塔（Delta），因此，如果你的马的德尔塔是 1，则它处于领先的位置；如果其德尔塔是 0.1，则看起来不会很好。它开始赶上第一位的速度称为伽马（Gamma）。比赛中所有的恐慌、希望和精力为维加（Vega），也称为隐含波动率。当然，在比赛结束后，这些概念都没有意义了，因为结局只有赢家或输家。

当你买入期权时，你在下与赛马类似的赌注。如果苹果公司的股票现在是 200 美元/股，你可以下注 5 美元，赌其会在接下来的一个月上涨到 220 美元。如果在 1 个月后，苹果公司股票的价格为 220 美元或更高，卖给你赌注的人不得不以 220 美元的价格将苹果公司的股票卖给你。与赛马不同的是，潜在的盈利是无限的，因为即使苹果公司的股票上涨到 300 美元，卖方仍不得不以 220 美元的价格卖给你，你通过在公开市场转售同样的 100 股股票，盈利 75 美元（80 美元的利润减去 5 美元的期权成本）。

当你买入期权且价格处于盈利区，该期权是“价内”。期权的买方喜欢“价内”，卖方则喜欢“价外”。

期权不是投资。当你购买期权时，你不会收到股息，也不会收到年报，更没有投票权，因为你与公司没有实质上的利益关系，你获得的知识可以帮助你选择执行的权利。

相对于每一个买方来说，必然有一个卖方。卖出期权的英文也称为 Writing Options，因为它本质上是指“签署”有义务以双方同意的价格将期权卖给买方的合约。换句话说，你可以将期权合约简单地看做承诺，因此，期权交易只是买入和卖出受到法律约束的承诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像赛马中的赌本一样，卖方的盈利只限于其初始的赌注——销售价格。买方有望获得大额的回报。

与此相对的是，买方知道随后他将亏损多少，即为期权付出的钱。卖方如果卖出期权，其潜在的亏损将是无限的，因此，他的经纪人要求获得一定的资金，以便在出现大的亏损后进行偿付。这就要求保留保证金，以保护经纪人免受交易者最终犯错引发的大额亏损的影响。

那些买入看涨期权的交易者认为市场将上涨，而那些买入看跌期权的交易者认为市场将下跌。如果你是卖方，你卖出的看跌期权最终处于价内，你则会亏损，其方式和金额就像你不得不为价内看涨期权支付期权费一样。

买入与卖出

成为买方或卖方，哪一个更好？有很多因素影响这一决策，因此，实际上没有“更好”。买入和卖出均有其优点和缺点。

买方

买方的优点是潜在的盈利无限。他通过买入期权、利用杠杆能获得相当于初始成本几倍的回报。然而，也有一些因素对他不利。

买入股票的人不得不做对一件事，即方向。当股票上涨时，他们如果卖出，则会赚钱。这很简单且不复杂。期权的买方不得不做同样的事，即选择正确的方向，但这不是全部。他也不得不关注另外两个因素:时间和到期日。

实际上，选择正确的方向是非常难的。多年分析几家公司、与 CEO 沟通、了解其内外业务、除此之外不做任何事的分析师，甚至在公司工作的人也会对公司股票价格的方向做出错误的选择。作为普通投资者的你无法获得能够在市场中处于优势的信息。无论如何，选择正确的方向对股票和期权买方都是重要的。

期权买方不仅要选择正确的方向，而且需要选择价格运动的正确距离。如果他买入期权，相信苹果公司的股票会涨到 220 美元，随后苹果公司的股票不得不涨到 220 美元，而不是只涨到 210 美元。这是一个方向选择正确而距离选择错误的例子。另外，不仅股票的价格要达到 220 美元，而且买方也不得不涵盖期权的价格(如 5 美元)，这意味着股票价格在盈利前不得不涨到更高。因此，你能对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行权价作出正确的选择，但是仍然没有赚钱，因为你没有抵补买入期权的成本。

最后，期权买方最困难的是不得不与时间作斗争。如果目标在到期日后实现，则正确地选择方向及其波动的强度没有任何意义。如果市场迅速朝着有利于期权买方的方向运动，则他迅速结束交易就有机会盈利。然而，每过一天，期权的价值就会损失更多一些，如果股票没有按照买方期望的方向运动，就会使得交易盈利的几率更加渺小。

总之，期权买方不得不在三个方面做出正确的选择：(1)方向；(2)距离；(3)时间。

期权买方创建盈利的交易不得不同时考虑上述三个因素。一些简单的几率说明了上述三个因素同时正确的难度。正确选择上述三个因素中的每一个的几率是 50：50。方向要么上涨，要么下跌，但是距离和时间要复杂得多。我们得到什么样的结果？方向(50%)×距离(50%)×时间(50%)＝12.5%。持有盈利的期权到期，最大的几率大约是 1/8。你可以认为自己有优势。深入研究后说明你实际上没有优势。

卖方

期权卖方唯一不得不做出正确选择的是时间。他不关心方向是否对他有利，也不关心波动的强度。他所关心的是时间是否对交易有利。他最差的几率是 50：50，因为时间要么对他有利，要么对他不利。卖出期权的缺点是，如果他对时间的判断错误，他的潜在亏损将会很大。

从风险/比例的角度看，买入期权看起来要比卖出期权好。你的亏损仅限于买入期权花费的成本，相对于买入 100 股股票的花费而言不是很多(每个期权对应于 100 股股票的控股权)。买入期权涉及的既定亏损是很多人刚开始交易期权时选择做买方的原因。潜在的盈利是无限的。无论如何，买方做出成功交易的几率较小。因此，即使风险/回报看起来吸引人，成功的几率也较低。

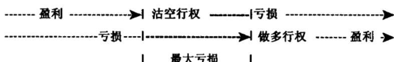
卖出期权的风险—回报看起来要高得多。盈利仅限于收到的期权费，而潜在的亏损是无限的。为了使卖出更有吸引力，你至少要做到两点：首先，限制自己的潜在亏损；其次，尽可能提高成功的几率。

对于卖方来说，限制亏损有两种方法。首要的和最重要的方法就是在你卖出看涨期权(流行的“抵补”看涨期权策略)的同时实际上持有基础股票。最糟糕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情形是，卖方在买方选择行权时放弃自己持有的股票，在获取资本利得的同时，保有期权费。第二种方法是买入另外一份期权，其行权价远离卖出期权以确定最高亏损，创造了所谓的"信用价差"(Credit Spread)。价差是同时开立两个或多个彼此之前以相同的方式抵补的期权头寸。这既包括买入和卖出看涨期权或买入和卖出看跌期权，也包括到期日、行权价或两者的变化。价差有很多种。任何价差最重要的特点是能够降低风险，甚至是行权的风险。它通过抵补多头头寸将空头的潜在亏损封顶。价差，专门指信用价差，是铁秃鹰期权结构的本质。

将信用价差简单地看做"卖出一份期权并买入一份期权"。你通过卖出期权——称为沽空行权(Short Strike)——赚钱，但潜在亏损是无限的。你买入的期权——称为做多行权(Long Strike)——在超过行权价时赚钱。两种行权的差异在于最大的亏损。



期权的每份报价都用每股多少美元和美分表示，而没有任何美元的迹象。即以每股多少美元的价值报价。但是期权经常与 100 股相关，因此，简单的报价不得不乘以 100。例如，期权报价为 1.50，等于 150 美元，报价为 2.06，等于 206 美元。

切记这一规则，下面是一个应用信用价差的例子。假设苹果公司股票现在是 200 美元/股。行权价为 210 美元的看涨期权价格是 3.45(即 345 美元)，这是卖出一张合约卖方能够赚到的最大利润。卖方以 1.41(即 141 美元)买入行权价为 220 美元的看涨期权。因此，买入看涨期权将潜在亏损限制在 2.05。如果同时操作即卖出 210 美元的看涨期权和买入 220 美元的看涨期权，你则创造了价差。

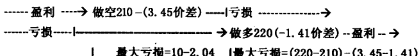


图 1.2 显示了苹果公司普通股价格变化收益。

图 1.3 显示了你在到期日卖出看涨期权价差的情形。你也可以具有同样到期日的看跌期权价差，但是价格趋势将向其他的方向发展。买入看涨期权降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

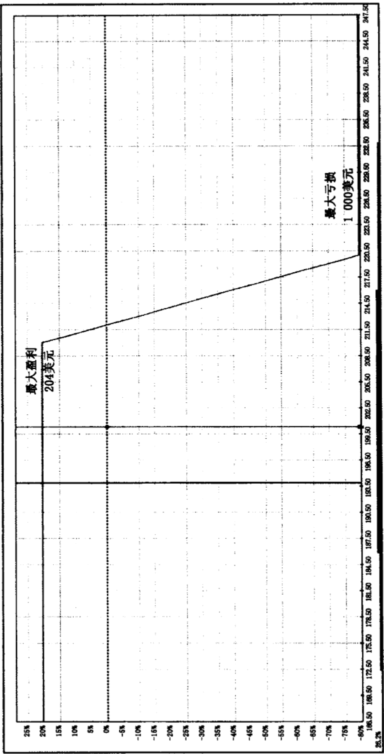


图 1.2 苹果公司普通股价格变化收益

资料来源：OptionVue 6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

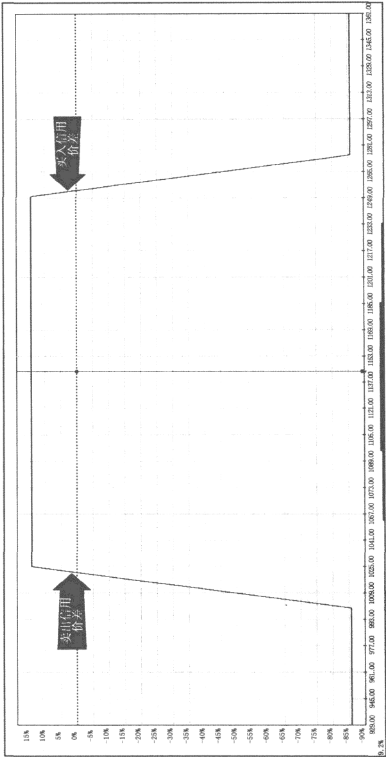


图 1.3 SPX指数价格变化收益(一)

资料来源：OptionVue 6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了价格下降的风险，最终的结果看起来像一只翅膀。两只翅膀看起来像一只鸟，此时你拥有了铁秃鹰期权。

对于普通股交易者来说，有一些需要消化的反直觉思想。第一种思想是卖出而不是买入，尤其是你不拥有的东西。第二种思想是具有最差的风险—回报比率的策略是较好的交易。反向投资者对反直觉不会困惑。反向投资者想进行与市场或股票趋势相反的交易，因为他认为大众是错误的。反直觉交易认为一开始看似逻辑上正确的也许最终恰好是错误的交易，相反的做法却是正确的。即便是使用铁秃鹰交易，你也能使用反直觉方法。

交易数学

当我们回想与赛马的类比时，发现在比赛结束前会有很多变量影响赌注的价值。时间是主要的考虑因素。比赛期间的位置是关键。但是比赛中还有其他因素影响赌注的性质。

例如，加速度改变一切。如果马越过栅栏，远超其他同类会如何？突然，几率朝着有利于它的方向迅速变化。因此，你也不得不跟踪加速度。

在比赛期间其他条件改变会如何呢？突然失足会跌断马腿。也可能开始下雨，闪电可把马惊了，骑师突然掉下马。这样的可能还有很多种。根据变化的严重程度，你想知道一些想法如何使你的交易更好或更糟。

哪个因素似乎还没有考虑到呢？那就是马本身。也许你选择了某匹马是因为你懂马。你从小与马一起长大。骑师是你的儿子。也许你选择某匹马是因为基于其过去的表现，你认为它一定会赢。无论最初你出于什么原因选择马，一旦比赛开始，这些都变得不相关和多余。

你现在玩的是几率。几率由下注人与其他赌徒设定。你现在不得不应对这一事实。如果你坚持自己的选择直到比赛结束，那么这是一回事；但是如果你在比赛期间进行交易，那么你就是在交易几率，换句话说，你是在交易数学。

期权交易最终都是关于数学的交易。一旦开始进行铁秃鹰期权交易，你不会关心市场、消息或价格的走向——你只关心数学。

交易股票也是在交易数学，但是要简单一些。促使你买入一只特定股票的原因，无论是出于基本面还是技术分析，相对于盈利或亏损来说都居于次要地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位。如果你的股票亏损了太多的资金，你不得不决定是继续持股还是卖出。你的风险承受能力决定了你的交易而不是股票。当你看到亏损的数字越来越大，你对公司、曲线和指标的看法都觉得没有意义。你意识到市场不关心你想什么或你买入股票的价格。你现在不得不做出决定。你愿意再亏损 1 美元还是不愿意呢？此时，你是在交易数学。

当股票价格上涨时，你也会进行同样的考虑。你在努力获取一定的利润还是只顺应趋势，抑或持有股票直到退休呢？此时你还是在交易数学。

关于期权的一个好处是，所有这些考虑因素都已经被量化且有给定的名字。

时间递减称为西塔(Theta)。价格变化的影响称为德尔塔。加速度表示为伽马(Gamma)。担心表示为维加。这一组“衍生”字母的名称是希腊字母。

为了交易任何期权，知道这些字母如何运作是有用的。考虑到本书的主题，你只需对其如何影响铁秃鹰期权感兴趣。提前知道这些风险和挑战有助于你更好地进行交易。在交易期间跟踪这些风险和挑战有助于管理风险。

时间就是金钱——西塔

期权交易要求你适应自己的想法。当你买入股票时，交易背后的公司是重要的。你的目标是成为消息灵通的、受教育的投资者。但是，在买卖期权时你不是在投资，而是在交易。

首先最重要的是你的交易时间。这意味着什么呢？期权的时间越长，蕴含在总成本中的时间溢价就越多。日常的例子是你购买房屋的选择期间。锁定房屋一个月要花费的成本高于锁定房屋一个星期的成本。卖方有义务在一定的时间坚守承诺，将房屋出售给你并退出市场，这需要成本。期权也是一样。卖方承诺的时间越长，他向你收取的费用就越多。

期权的价值每天均会损失一小部分。贬值的速度和规模取决于与合约到期日接近的程度。

想象一下，满满一壶水的价值是 10 美元。如果你将一壶冷水放在火上，随着温度的升高，水缓慢蒸发。半壶水的价值是 5 美元。水越热，蒸发得越快，直到没有一滴水，壶变得毫无价值。期权就是模仿了这条蒸发曲线。其价值贬值的速度开始很慢，至到期日迅速贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，你想卖出蕴含更多时间的期权，等到其价格蒸发到一定程度，随后买入期权，了结头寸，兑现盈利。卖高买低，即你以较高的价格卖出时间，以较低的价格买入以结清头寸。你卖出期权时的顺序是“卖出—持有—买入”，与众所周知的做多头寸的顺序“买入—持有—卖出”相反。

到目前为止，你不关心基础股票。你在寻找一个在非常短的时间窗口内上涨或下跌太多或太快的对象。你选择股票时考虑的一些重要因素包括流动性和波动率。公司的基本面强弱不重要。图表只有有限的价值，因为它们只表明已经发生的情形。当你卖出铁秃鹰期权时，经常在股票投资者决策中占据重要地位的因素几乎都不相关了。

时间衰竭根本不会与行权价格表现相同。平价期权(at-the-money，ATM)的行权价格递减不同于价外期权的行权价格递减。这一差异是理解进入和退出铁秃鹰期权的关键。

随着到期日的临近，时间递减迅速加快。因此，卖出的最好时间是尽可能接近到期日。很多铁秃鹰期权交易者喜欢距离到期日大约 1 个月前卖出，以利用时间衰竭加速。图 1.4 显示了 95 天后到期的平价期权的时间衰竭情况。

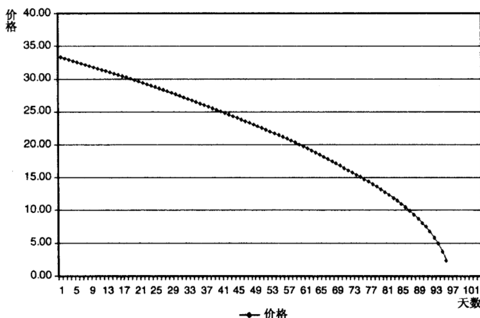


图 1.4　平价期权的时间衰竭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价外期权的情形截然不同。它们的价值迅速下降，随后在接近到期日时呈平稳状态，反映了恐慌(即波动率)过山车般的急剧变化及其与可以预测的、逐渐下降的时间价值互动。

选择远离价外行权价的原因是其较低的行权概率。如果价格或多或少地保持稳定，其较低的行权概率导致价格迅速下降；作为卖方，你想看到期权的价值尽可能快地下降。

如图 1.5 所示，在前 30 天里，价值大约从 1.60 美元下降到 0.80 美元，下降了 50%。在接下来的 15 天里，又下降了 50%，到 0.40 美元。一旦期权的价值接近于 0，曲线就简单地持平，因为此时没有时间价值下降了。

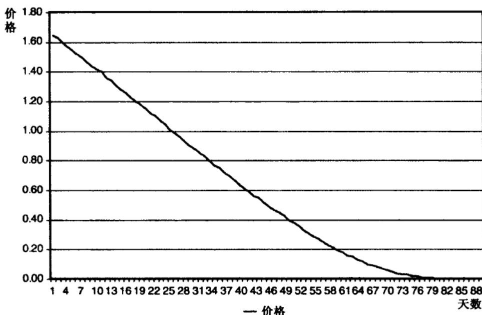
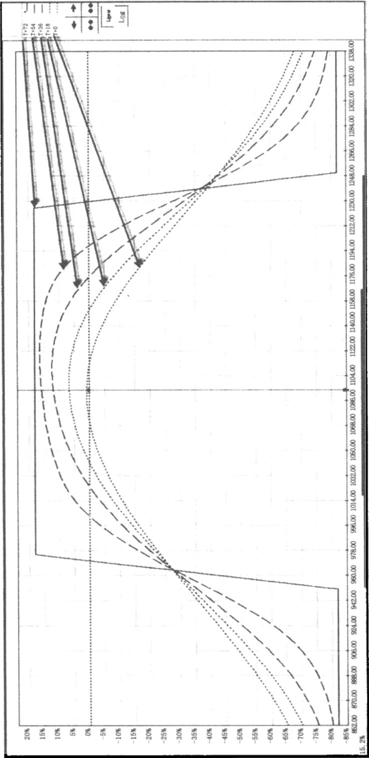


图 1.5　价外期权的时间衰竭

时间衰竭像所有的期权头寸一样影响铁秃鹰期权的价值，这是你可以获得优势的地方。学会如何阅读和使用图 1.6 所示的图表对交易员来说很关键。图 1.6中，顶端像铁秃鹰的线是到期日且仅在到期日的价值。你的目标不是一直持有至到期日，而是持有至获得预期利润。因此，你需要知道到期日前的利润和亏损水平。随着时间衰竭的增加，利润和亏损水平都在变化。铁秃鹰期权的损益曲线像一条倒置的微笑曲线。研究一下多条曲线的形态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 1.6 SPX指数价格变化收益(二)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了实施卖出期权以获得信用的策略，经纪公司要求你的账户中必须有一定数量的现金(相对于流动性)，以抵补潜在的亏损。你的“实际”风险是总的潜在损失减去卖出铁秃鹰期权获得的信用。例如，如果总的潜在亏损是 10 美元，经纪人要求用账户中的 10 美元来抵补潜在的亏损。然而，因为你获得 2 美元的信用，你的“实际”风险是 8 美元。本书中你仅需要将 10 美元看做参照点，因为你在努力衡量你的回报——需要进行交易的现金的函数。这个铁秃鹰期权反映了真实的交易，根据需要的现金保证金卖出，获得了 17％的信用[1]。期权在 72 天后到期。看跌期权的行权价为在 975 卖出，在 950 买入。买入期权的行权价为在 1 225 卖出，在 1 250 买入。市场在 1 100 处徘徊。

底部的第一条曲线代表从你开始交易之日起的损益。黑点代表头寸的价值。如果价格完全沿着曲线运动，头寸会迅速丧失其价值。为什么？切记，你在努力从时间衰竭中赚钱。没有时间可以失去，因此没有累计价值。

第二条曲线代表开始交易 18 天后的损益。顺便说一下，18 天里包括周末。这个模型是理论模型，假设其间的波动率没有变化。这个铁秃鹰期权按照保证金来算，卖出后获得了 17％的信用。18 天后，如果市场正好处于中间位置，你随后放弃了 11％的利润，获得 6％的利润。你持有的期权还有 54 天到期。

随着时间的流逝，每条曲线均开阔了。因此，潜在的利润增加，铁秃鹰期权的盈亏平衡点到达了更远的地方。关于退出或调整铁秃鹰期权的决策，不得不考虑在接下来的天数或星期里时间衰竭的速度。切记，人很容易变得贪婪，试图从铁秃鹰期权中再挤出一些钱，但是决策应该依赖风险—回报情况做出。

例如，在一个 72 天的铁秃鹰期权中，你也许在 18 天里获得了 5％。这 18 天只代表了合约总时间的 25％。如果你等 36 天，你能获得 17％的 12％，代表了总信用的 71％和合约总时间的 50％。图 1.7 证明最佳的风险—回报比例是交易的中间段。随着头寸接近到期日，风险—回报比例在达到某一点以后会发生变化，你每增加一个百分点的收益，就要承担更高的风险。

你可以决定等待 72 天，以获得所有的信用。但是为什么呢？市场中有两句

〔1〕 如果铁秃鹰期权的一方要求一份行权价为 25 点的铁秃鹰合约的保证金为 2 500 美元，一些经纪公司要求铁秃鹰期权的另外一方额外增加 2 500 美元的保证金。多数精明的经纪公司允许铁秃鹰期权的买卖双方的保证金均为 2 500 美元。与你的经纪人沟通找到其使用的政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

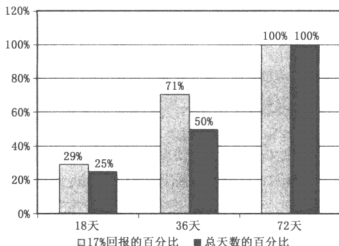


图 1.7 时间风险与回报

格言。格言一:你只有入市才能赚钱。格言二:你只有入市才能亏钱。如果你对6%的收益满意(按照任何实体的标准衡量均属不错),为什么还要额外承担 54 天的风险呢? 即便你想持有 36 天,获得 71%的信用,为什么还要为其余的 29%的信用而留在市场中呢?

做事难免会出错,任何庞大的盈利交易均从亏损开始。最好兑现账面利润。不要忘记,你总是能及时交易到期日更久的、另外的合约。另外的机遇最终会出现。

很多交易铁秃鹰期权的人喜欢距离到期日前 30～45 天开始交易,因为他们相信大多数时间衰竭发生在最后一个月。尽管时间衰竭确实在最后 1～2 个星期加速,除了结清头寸、承担可能的亏损外,没有时间进行任何种类的风险管理。不要忘记价外期权较大的时间衰竭非常快,没有必要持有期权至到期日。

还有其他考虑:切记你希望发生什么。你希望基础股票在一段时间内维持稳定。时间要多久才合理呢? 如果你运用铁秃鹰期权进行交易,市场已经平静了几个星期,假设市场仍会平静,明智吗? 关于交易的警告是“不要依靠运气”。

因此,当你看到接近西塔的数字时,该数字代表头寸在一天里(理论上)会失去的价值。由于价外期权的时间衰竭非常快,因而你没有必要为了实现不错的盈利而持有那么长的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动率:其他的一切

关于波动率的研究是全部书籍和大量专业研究的主题。你确实需要对波动率及其在实际中的含义有基本的理解,但不是深入的分析,而是经常会对波动率进行研究。

大多数进入期权定价的因素是已知的。你知道,对行权价、目前的价格、目前的利率、股息和到期日这些因素没有什么争议。还缺少什么呢? 所有其他的一切。每条信息、猜测、关心和希望是最终确定期权价格的因素。这些因素已经被量化,称为内涵波动率(Implied Volatility,IV)。

从技术上说,所有的期权交易均能理解为标准差交易。标准差是衡量一定时间内发生概率的指标。因此,如果内涵波动率从 90 美元涨到 110 美元有 1 个标准差,那么这意味着有 68%的几率价格会降到这个范围。换句话说,价格有 34%的几率从 100 美元涨到 110 美元,有 34%的几率从 100 美元降到 90 美元(见图 1.8)。从 80 美元涨到 120 美元有 2 个标准差,价格降到这一范围的几率为 95%。价格在 70～130 美元之间有 3 个标准差,下降的几率为 98%。期权交易本质上是建立在对标准差的看法不一致的基础上的交易。

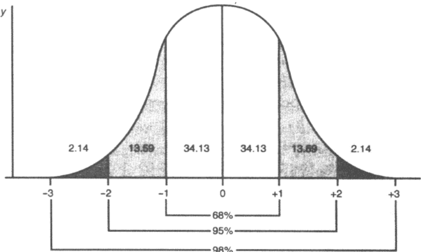


图 1.8　标准差曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如,两个交易者对股票价值 100 美元有不同的看法。他们在对内涵波动率进行计算后,预测股票从 90 美元涨到 100 美元为 1 个标准差。买方买入行权价为 90 美元的看跌期权或行权价为 110 美元的看涨期权的成本是 10 美元(1 000美元)。买方对内涵波动率有不同的看法,相信 1 个标准差要远大于他支付的 10 美元。买方经常认为内涵波动率低于其应有的水平,他在买便宜货。而期权的卖方必然持相反的观点。对于卖方来说,内涵波动率定价过高,反映出 1 个标准差的价值低于 10 美元。因此,如果波动为 10 美元或更多,则他会亏损。每个人都在根据自己对 1 个标准差移动预测与期权定价中包含的 1 个标准差——表述为内涵波动率——的对比进行交易。正如在股票市场中一样,有一个买方就有一个卖方,每个人都认为他人是错的。

因此,平价看涨期权的内涵波动率是市场对股票在 1 天、1 个星期、1 个月或 1 年的波动幅度的共同预测。内涵波动率给予你 1 个标准差的移动看起来应该是什么的统计窗口。计算 1 天内预测股票波动率的方法是内涵波动率除以 256 (1 年的交易天数的平方根)。由于 256 的平方根是 16,经验法则是用 16 除内涵波动率,就会得出一天内 1 个标准差的移动。因此,如果内涵波动率是 32%,32%除以 16 即 2%。因此,在一天内股票有 68%的几率波动 2%。如果你想知道不同时间范围内价格的波动幅度,公式是:内涵波动率÷16×该时间范围内交易天数的平方根。例如,如果你想知道 49 天内价格的波动幅度,你用 49 的平方根 7 乘以 2%,得 14%。因此,32%的内涵波动率在接下来的 49 天内有 49%的几率在 1 个标准差内波动。

内涵波动率有什么实际意义呢?毕竟,所有人均认为较高的内涵波动率意味着比较低的内涵波动率有更高的卖出价格,反之亦然。内涵波动率将显示市场在既定的时间框架内应该上涨或下跌幅度的几率。然而,由于内涵波动率持续波动,因此,预测能力和用途有限。内涵波动率不能说明接下来会发生什么。记得这一点很重要。像所有的指标一样,内涵波动率在发挥作用,直到其不再有效。

内涵波动率的计算者轻易给出交易者给定的日期是否盈利的几率。不幸的是,对概率的频繁使用会给人一种错误的安全感。一个交易有 80%的几率在到期日一文不值,感觉这是世界上最容易的交易。你应该忽视统计,或认为这些将给你错误的自信。这不是说统计一定是错的,只是说明不要过分依赖任何一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标才是安全的。

今天的低波动率并不意味着明天的低波动率。如果波动率一夜间从16%上涨到32%，内涵波动率一天内从1%增加到2%，成功或失败的统计变化及所有那些你所依赖的高概率就会大幅缩小。

一些交易者依赖内涵波动率进行反向交易。他们看到高内涵波动率，认为价格将会下降，反之亦然。这一策略有时有效，有时则无效。

内涵波动率只是一个数字。即便内涵波动率是重要、相关和有用的信息之一，其价值也是有限的，因为从一天到下一天会发生剧烈的变化。更重要的是，内涵波动率为期权交易提供了一个关键的参考点，意味着内涵波动率为20%的期权，如果为15%，则会更便宜；如果为25%，则会更贵。因此，作为期权的卖方，你需要有很好的理由相信，期权按照有利于你的方向被错误定价了。

首先，你需要了解为什么内涵波动率会上升或下降。答案源于理解交易者买卖期权的各种原因。你的策略是从时间衰竭中赚钱。一些交易者买入期权是为了利用其杠杆作用买入股票。其他人买入期权则是为了套期保值。也许交易者持有一只特定股票较大的头寸，想买入一些看跌期权以确保利润，因为他担心股票价格也许会掉头向下。当然，他只要卖出股票即可，但是也许有多种原因让他不想这么做，短期资本利得处于高位。他也不认为股票会永远下跌。

另外一个交易者能做空股票，买入看涨期权并对其头寸进行套期保值。当股票价格下跌时，人们会更加恐慌，因为其下跌的速度要比上涨的速度快得多。如果市场开始大幅下跌，交易者则会买入看跌期权对其头寸进行套期保值，因为他们越担心，就越愿意为套期保值支付更多的钱。这也是波动率经常被当做“恐慌”指标的原因之一。

实际上，更重要的是“套期保值”指标，这一指标衡量的是交易者愿意为套期保值支付多少钱。当然，这一市场心理解释了为什么交易数学，也意味着交易市场中当时的恐慌情绪。

想象一下，在火灾发生后为你的房屋买入火灾保险的情形。随着大火开始蔓延，保险的价格开始上涨。只要保险的成本低于修复房屋的成本，你就会买入保险。你会为保险支付更高的价格，甚至超过修复房屋的成本。

从实际交易的角度看，可以将内涵波动率看做测量目前实际温度的温度计。当内涵波动率处于高位时，期权的价格也处于高位；当内涵波动率处于低位时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权的价格也处于低位。作为期权的卖方，你根本不需要关心从卖出期权中获得的期权费，感觉保证金信用为20%，比12%要多，但是真正需要关心的是波动率的百分比变化。20%的信用在接下来的几天中波动率上涨50%时，你不会感觉很多。

波动率也不是价格运动斜率的准确指标。如果内涵波动率处于低位，股票价格能变得越来越高。低的内涵波动率是自满的指标。自满的程度在股票价格直线上涨时能保持相对稳定。

CSI:铁秃鹰期权

既然一切都可以使用期权，理论上也几乎能对任何股票、指数、交易所交易基金或期货进行铁秃鹰期权交易。你需要尽可能缩小交易的范围以使交易获得成功的几率最大。因此，你需要继续研究，描述看起来不错的铁秃鹰期权交易的情形，然后找到最适合这一模式的候选对象。

首先，你不得不看哪一类的基础股票对铁秃鹰交易是适用的。低价股票不合适，因为看跌期权没有足够高的行权价来使铁秃鹰期权发挥作用。看跌期权只有两三个行权价。铁秃鹰期权的目标是卖出更远的价外期权。低价股票会破坏这一目标。

低价股票也会突然大幅波动——无论是用百分比还是绝对值来衡量。受利好消息的影响，低价股票的价格会在一夜间从5美元上涨到10美元。利空消息会使其从10美元下跌到2美元，这就没有操作或转变铁秃鹰期权的空间。因此，基础股票或指数的价格必须足够高，以便我们能调整铁秃鹰期权，行权价也必须足够高，以便于做铁秃鹰交易。

即便开始时没有空间，但是股票价格在几天内大幅上涨，正好突破行权价。例如，苹果公司股票在2009年5月22日报收于122美元。其在接下来的9个交易日直线上涨，最终以145美元报收，涨幅为19%。如果我们做多苹果公司股票，那太棒了。但是10个德尔塔的6月铁秃鹰期权（后面会进行更多的阐述）的幅度为105～140。突然涨到145，明显会破坏你当日的交易。

很多交易者对交易的另外一个要求是流动性。在快速运动的市场中，这显得尤为重要。你也许试图买入来结清铁秃鹰期权交易或调整其一只翅膀，发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有一个让你感兴趣。市场的流动性越大，就越没有这方面的问题，对多数大盘股——公开上市公司——来说，期权交易有足够的流动性。这个问题更有可能出现在低成交量的 OTC 股票上。流动性也影响买卖价差。你希望每天有大量的成交量和高的持仓量，因此，选择价格合理(没有大幅的买卖价差)的基础股票进行铁秃鹰期权交易。

基础股票的价格、健康的行权价及流动性是选择铁秃鹰期权交易的关键因素。你也想出于基本面原因选择一只股票。价格不能被大投资者轻易操纵的股票是非常令人满意的。这不能阻止股票进行大幅波动，但是能将其对价格的影响降到最小。股票不能被轻易操纵的一个指标是市值(所有流通股票的美元价值)。市值几十亿美元的公司很难被任何大的投资者推动上涨或下跌几美元，因为总有买方和卖方利用价格运动。然而，大的市值本身并不能使股票成为最好的候选对象。

例如，如图 1.9 所示，康家(ConAgra，CAG)2010 年 8 月的报告市值为 960 亿美元。随着时间的流逝，价格大致保持单边波动。有几个月的时间，其经常维持在 2～7 美元的交易幅度内(到 2010 年 8 月，1 年的幅度大约是 19～26 美元)。



资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 1.9　康家走势图

此时，它看起来是交易铁秃鹰期权的一只好股票。然而，从期权的情况看，它没有足够的吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 1.10 中,价格为 25 美元,正好等于 25 美元的行权价。看涨期权只有两个行权价高于 25 美元,没有一个在 5 个月内有任何价值。看跌期权也好不了多少,尽管 9 月 20 日看跌期权的价值小幅上涨。这样一家大公司的持仓量(未平仓合约数量)非常小,没有成交量。即便你能交易铁秃鹰期权,在快速波动的市场中也很难迅速退出或调整。

Actuals	CAG Common		Legend					
	25.00	-0.23						
Options	APR <5>		MAY <40>		JUN <68>		SEP <159>	
45.0 calls								
40.0 calls								
35.0 calls								
30.0 calls	101		50		444		1250	
25.0 calls>	1990	3	828	58	7980	4	4220	
22.5 calls	665		14		2470		642	
20.0 calls	2		29		1750		1	
17.5 calls								
40.0 puts								
35.0 puts			4					
30.0 puts	4		20		98		6	
25.0 puts>	1920		847	1	1580		1770	
22.5 puts	50		98	77	2340		5270	3
20.0 puts					925		1160	
17.5 puts					2220			
15.0 puts					39			

资料来源:OptionVue 6。

图 1.10 康家的持仓量和成交量

事实上,该股票不是铁秃鹰期权交易合适的候选对象,因为期权价格传达了未来价格的重要信息。

目前,市场上有大量关于期权价格的信息。股票价格则没有这方面的信息,你只要看股票价格就行,有效市场理论认为所有信息已经反映在价格中,不会有进一步的波动。而期权不同,你可以看到更加丰富的画面。每个月均有行权价为 30 美元的看涨期权以 0.05 美元卖出。考虑到上述信息,你觉得此时是买入康家公司股票的合适时机吗?这并不意味着股票价格不上涨,但是期权卖方如果犯错,则要为了 5 美分而承担相当大的风险。行权价为 20 美元的看跌期权也不会好很多。

谷歌(GOOG)提供了一个截然不同的例子。如图 1.11 所示,股票定价为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

572 美元。2010 年 8 月，公司市值为 1 212 美元。这不是一只可以轻易操纵的股票。

Actuals	GOOG Common		Legend					
	572.73	+6.51						
Options	APR <5>		MAY <40>		JUN <68>		SEP <159>	
600 calls								
590 calls	8180	2190	1600	289	1550	175	1610	45
580 calls	7700	2880	988	928	1990	643	177	71
570 calls>	8020	3030	1550	1040	2630	324	1270	146
560 calls	5280	1200	1140	359	1370	177	235	18
550 calls	4450	703	936	113	2380	49	391	20
540 calls	3190	465	312	58	1310	9	495	12
530 calls	2880	189	127	53	552	14	250	
520 calls	693	57	309	45	406	6	121	1
580 puts	2060	514	477	114	745	5	167	
570 puts>	3180	2170	585	669	1890	101	181	1
560 puts	4240	1220	734	368	1190	433	407	39
550 puts	6460	1970	810	487	1690	111	550	5
540 puts	5860	1990	1010	395	1170	613	249	20
530 puts	9300	2510	1920	182	1210	127	347	6
520 puts	9900	1880	1890	173	935	118	1440	2
510 puts	7650	1130	4140	157	1920	436	160	36

资料来源：OptionVue 6。

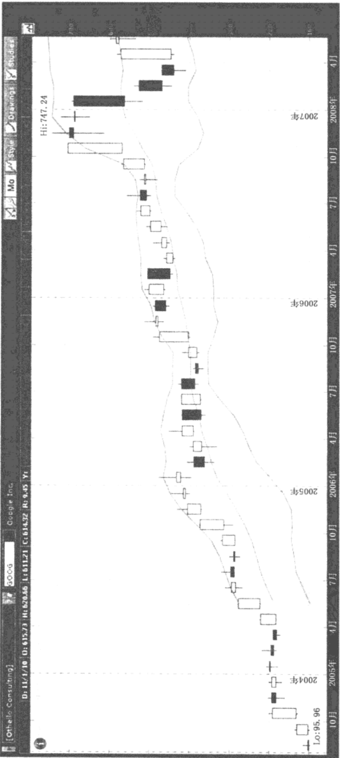
图 1.11　谷歌的持仓量和成交量

流动性不是一个问题，因为谷歌在任何一个月任何价格的持仓量和成交量均很高。行权价以 10 美元为间隔进行交易。因为图 1.11 中谷歌的最高价为 572 美元，说明铁秃鹰期权交易的行权价数量很充分。尽管这里看不到 5 月份行权价的幅度为 350～740 美元，6 月份为 350～930 美元。

即便如此，谷歌历史走势图(如图 1.12 所示)披露了一些明显的交易铁秃鹰期权的红色信号。谷歌的价格波动从 747 美元下跌到 250 美元，之后又涨到 644 美元，66%的跌幅和 158%的涨幅——不是一只单边波动的股票。

谷歌走势图说明即便公司市值很高，而且不容易被操纵，也并不意味着消息不会对其产生剧烈影响。2008 年 4 月，在宣布盈利报告后，谷歌从 450 美元的收盘价上涨到第二天的 535 美元，开盘价上涨缺口为 19%(如图 1.13 所示)。这不是你在交易铁秃鹰期权时想看到的情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 1.12　谷歌走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

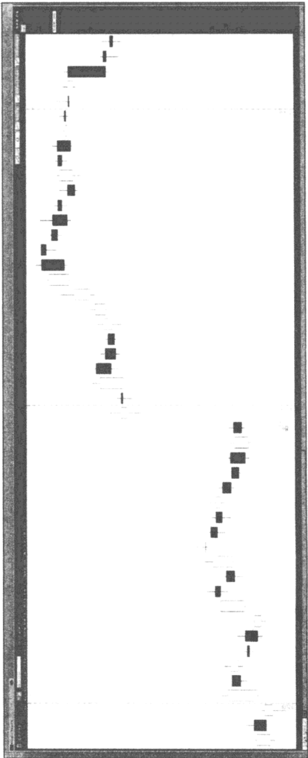


图 1.13 谷歌收益报告公布后的跳空缺口

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此,任何股票均适合进行铁秃鹰交易吗?当有关一家公司的消息公布后,反应是剧烈的、突然的。收益报告能迅速引发股票价格上涨或下跌。比如,美国食品和药品监督管理局(FDA)这样的政府机构的决策影响医药类股票;美国环境保护署(U. S Environmental Protection Agency ,EPA)或联邦通信委员会(Federal Communications Commission,FCC)的管制决策或需要获得政府合约,所有这些均能在一夜之间成就或毁灭一家公司。有时这些决策可以提前知道,有时则不然。其他事件,像刑事调查、CEO 解职或敌意收购均是未计划到的和未预料到的事件。正如赛马的例子一样,领先马的骑师突然掉下去了,随后其他马所有的几率和价值均会发生变化。

为了评估做铁秃鹰交易的公司的概况,需要考虑下列因素:(1)大量的行权价;(2)合理的高定价基础股票;(3)持仓量和成交量的流动性很高;(4)价格不受特定消息的剧烈影响。

很多公司符合前三个因素,但是不符合第四个因素。一些公司的多元化程度很高,以致没有任何消息会对股票产生剧烈影响。这些公司包括强生(Johnson & Johnson,JNJ)。但是,它们缺少大量的、具有合适价值的价外行权价,仅有少数行权价,因此,很难交易大型、稳定的公司(如强生)由于过低的内涵波动率,进而导致期权费过低的铁秃鹰期权。

克服消息影响的最佳方法就是通过指数对其进行稀释。指数代表一篮子公司。有时指数仅限于特定的板块,如石油板块或医药板块,有时涵盖范围非常广,代表整个股票市场或大公司。特定板块指数的问题是关于石油的重要消息会影响整个板块,使指数剧烈波动。指数越多元化,稀释影响即降低消息的影响,就越大。

最流行的交易指数包括:标准普尔 500(S&P 500,SPX),其代表最大的 500 家上市公司;纳斯达克(NASDAQ,NDX),其代表技术板块;罗素 2 000 指数(Russell 2 000,RUT),其代表 2 000 家公开上市的小盘股公司。

在谷歌例子中,股票从第一天到第二天上涨 19%。与这一较大的涨幅相比,标准普尔 500 指数在 1990~2010 年(按照收盘价计算)的最大涨幅为 11%,最小跌幅为 9%。

概况中的其他三个因素如何?

你想高定价期权为你创造大的铁秃鹰期权,你想有大量的行权价给予你灵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活性。考虑到三个指数,它们在历史上均有高定价。标准普尔 500 指数有最大的行权价区间。实际区间没有所有区间均有大量交易的事实重要。

看一下上述三个指数的持仓量。表 1.1 是来源于 2010 年 4 月 13 日关于 5 个月期权价值的概览。表 1.2 列示了平均持仓量、持仓量中位数(以消除极端高点和极端低点的影响)和最高持仓量(显示市场有多大)。就流动性而言,标准普尔 500 指数最好。

表 1.1

	低点	高点	行权价区间
标准普尔 500 指数	666	1 576	5
罗素 2 000 指数	324	856	10
纳斯达克指数	795	4 147	25

资料来源:OptionVue 6。

表 1.2

	平均持仓量	持仓量中位数	最高持仓量
标准普尔 500 指数	42 839	27 551	191 487
罗素 2 000 指数	3 909	1 598	21 798
纳斯达克指数	1 749	629	14 011

资料来源:OptionVue 6。

上面的概览明确了最好的交易铁秃鹰期权的对象。这些好的交易对象还有其他原因,可称其为“额外的功能”(Bonus Features)。

美式期权和欧式期权

关于铁秃鹰最常见的问题是著名的“如果……将会……”问题,即如果市场由于崩盘或其他类似的情形突破了铁秃鹰的翅膀将会如何?尽管实际上有可能面临大幅的亏损,还是有一些方法能够帮助缓解这一风险。一种方法就是通过稀释影响,任何一家公司甚至板块的消息均有多元化的指数。你可以调整铁秃鹰策略,使用退出策略。另外一种安全方法来自你交易的期权的类型。

期权交易者面临的一种威胁就是转让。例如,如果你卖出 100 美元的看跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权，价格正好跌破行权价 80 美元，从你手里买入看跌期权的人将行权，锁定其利润。这意味着他能以目前的市场价值 80 美元买入 100 股，通过执行看跌期权以 100 美元卖给你。看跌期权的买方不一定要等到期再行使其权利。大多数期权是美式期权，意味着其可以在任何时间行权。

标准普尔 500 指数基金是一只像股票一样可以在交易所交易的基金。你必须密切跟踪标准普尔 500 指数。其价格是整个标准普尔的 1/10。这只 ETF 的特点是流动性高、进行电子交易、买卖价差几乎不存在。然而，标准普尔 500 指数使用美式期权交易。如果你以铁秃鹰期权卖出标准普尔 500 指数，市场上涨突破了其中一只翅膀，你将面临迅速行权的风险。此时，这看起来似乎不公平。毕竟，你认为市场有可能对你有利，并在铁秃鹰期权生效期间到期才进行这次交易，现在你被迫承担亏损。不幸的是，那是交易美式期权所要面临的风险之一。

还有另外一种期权称为欧式期权。不像美式期权能在任何时间行权，这些期权只有在实际到期日才能行权。为什么这种期权是有利的呢？如果你卖出 100 美元的看跌期权，价格跌到 80 美元，你仍有 1 个月才到期。这是潜在的、巨大的安全网。直到最后一个交易日，你才被迫承担亏损。如果你确实亏损了，那是因为你决定买入以亏损来结清期权。然而，如果你继续持有，股票至到期日反弹超过了 100 美元，你将没有任何损失。

多数指数交易使用欧式期权，包括标准普尔 500 指数、罗素 2 000 指数和纳斯达克指数。没有人想经历价格突破其中一只翅膀，即铁秃鹰的一方被转让的情形。欧式期权降低了更多的风险，因为时间确实偶尔会治愈市场的“伤口”。

套期保值影响

为什么买方会为期权支付过高的价格？到目前为止，买方看起来像投机者。他们有方向性偏好，买入看涨期权、看跌期权或二者的一些组合。其他人使用期权主要是为了进行套期保值，以阻止大幅亏损。

为什么不在预先确定的价格上执行止损，且不会引发买入看跌期权成本的策略呢？一个原因是股票会跳空低开到远低于止损的水平，引发无论市场价格如何均执行止损的情形。因此，你会突然发现自己不只是引发 10%的亏损，而是亏损了 20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个不使用止损的原因是阻止应税事件。3 个月前，如果你买入的股票其价值翻番了，保护利润的止损引发了短期资本利得税。在这样的情形下，买入看跌期权，尽管要花成本，也比止损引发的税收结果便宜。看跌期权以逐渐增加的期权费价值抵消了亏损，而且不需要你处置股票。

如果你持有由 50 种股票组成的组合，那么想对组合进行套期保值以避免市场下跌的情形会如何？你能买入每只股票的看跌期权。每次交易涉及的费用是有限的。也许你没有持有每家公司 100 手股票，使得买入看跌期权的保险会更加复杂。

很多投资者观察每天每只个股价值的涨跌情况。他们知道他们有“组合”，但是其操作说明，仿佛他们持有很多不相关的股票一样。其投资组合的价值也许会下降，因为 XYZ 股票下跌的幅度太大，抵消了其他股票的小幅盈利。

精明的投资者知道其组合的 β。β 是股票或组合与市场整体或标准普尔 500 指数的相关系数。β 为 1，意味着如果市场上涨或下跌 1%，股票价格则相应地上涨或下跌 1%。苹果公司股票的 β 为 1.5，因此，在市场上涨或下跌 1%时，其股票价格上涨或下跌 1.5%。康家股票的 β 为 0.8，因此，其波动率低于市场，大约为 80%。因此，如果你的组合中持有很多股票，这些股票都有其共同的 β。

你能根据整个组合的 β，通过购买合适数量的标准普尔 500 指数看跌期权来对其进行套期保值。随时铭记，以这种套期保值的方法经常了解你组合的 β 是明智的。这也解释了你的组合表现为什么会超过或低于市场。

波动率缺口

尽管套期保值为股指过高的期权提供了合理的原因，但你仍喜欢看到期权股指过高的一些证据。还有另外一种波动率，即历史或统计波动率（Statistical Volatility，SV）。内涵波动率是市场对期权价格未来运动的预测，统计波动率是对过去运动的测量。比较这两种波动率，即预测与实际发生，对决定交易哪种基础股票是有用的。

在这个阶段，证实内涵波动率实际上高于统计波动率是合理的。在明确了这一情形是常态后，你就能感觉卖出基础股票的期权是合适的。过去不是未来的开场白，但是你在寻找有利于你的概率，以至于你对交易指数有足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自信。

几个软件工具有助于确定偏态值在内涵波动率和统计波动率之间的候选对象。既然你排除了股票，你只对最有可能报告必要的偏态值的指数感兴趣。图 1.14显示的报告回顾了过去 800 个交易日的情形，并列出平均统计波动率除以平均内涵波动率的结果。任何在“排序值”(Sort Value)栏超过 1 的指数均有有利的波动率偏态值。报告证实，由于平均内涵波动率倾向于高于统计波动率，三个指数在历史上均有利于卖方。

OPSCAN Report 04/21/10 @ 21:41
DO Chronically Overvalued Options (Indexes)

Picked by ATVOL$(10)>10, IV(100)>1
Sorted by AIV(800)/ASV(800)
Showing AIV(800), ASV(800), ATVOL$(10), LASTU, IV, SV, LIV(800), HIV(800)
Including Indexes

The information contained in this report is for the private use of the subscriber only. Make no investments based solely on this report, without careful research.

	Asset Name	Symbol	Sort Value	Avg IV (800)	Avg SV (800)	Avg Tot $Volume (10)	Underly Last	IV	SV	Low IV (800)	High IV (800)
1.	Yen Index (PHX)	XDN	1.24	14.8	11.9	36	107.36	10.2	8.6	9.4	32.3
2.	Euro Index (PHX)	XDE	1.20	12.2	10.2	64	133.87	10.0	8.6	4.7	26.8
3.	Brit Pound Inx (PHX)	XDB	1.16	12.5	10.8	24	154.06	11.8	8.1	3.1	27.6
4.	Euro Index (ISE)	EUI	1.13	12.4	11.0	11	74.68	10.0	8.4	5.9	27.6
5.	Can Dollar Inx (PHX)	XDC	1.08	14.5	13.4	24	100.01	9.8	8.3	8.2	27.1
6.	S&P SmallCap 600 Index	SML	1.05	30.8	29.2	18	386.09	22.4	15.4	14.8	69.7
7.	Russell 2000 Index	RUT	1.04	31.1	29.9	75026	726.19	19.0	16.2	15.1	75.2
8.	S&P 100 Index	OEX	1.04	24.4	23.5	9014	550.05	13.8	10.7	10.1	71.3
9.	Austr Dollar Inx (PHX)	XDA	1.04	18.2	17.5	17	92.60	10.4	8.6	9.0	42.1
10.	Nasdaq 100 Index	NDX	1.03	27.2	26.3	72064	2034.75	15.2	12.7	14.8	69.2
11.	S&P 500 Index (future)	SP	1.03	25.1	24.4	49387	1196.78	14.7	11.8	9.7	72.6
12.	Mini SPX Index (CBOE)	XSP	1.02	25.2	24.6	84	120.59	14.5	11.3	10.8	67.0
13.	S&P 500 Index	SPX	1.02	25.0	24.4	697340	1205.94	14.2	11.1	10.4	67.4
14.	Morgan Stanley Retail	MVR	1.02	37.3	36.6	14	208.08	20.2	17.1	16.8	92.3
15.	Dow Jones Index	DJX	1.02	23.2	22.8	1639	111.25	12.8	10.3	10.1	65.9
16.	S&P 100 Index	XEO	1.00	23.8	23.8	3805	550.05	13.3	11.0	9.8	70.0
17.	Volatility Index (SPX)	VIX	1.00	109.7	109.7	44923	16.32	187.3	76.7	56.7	297.2
18.	S&P Midcap Index	MID	1.00	28.2	28.2	156	831.78	16.2	14.9	12.6	73.2
19.	Semiconductor Index	SOX	0.97	34.4	35.6	1043	391.46	27.0	24.9	19.5	74.9
20.	Mini-Dow (future)	YM	0.95	23.2	24.3	582	110.36	11.7	10.6	10.3	66.6
21.	Housing Index (PHLX)	HGX	0.93	46.0	49.4	12	123.13	28.1	23.6	23.2	89.2
22.	Gold/Silver Index	XAU	0.93	45.7	49.3	832	168.62	30.6	26.6	26.7	100.2
23.	E-Mini Nas-100 (future	NQ	0.92	27.3	29.7	1183	2020.07	15.4	13.4	14.3	68.0
24.	Cyclical Index (MS)	CYC	0.92	32.6	35.5	38	950.33	22.3	18.3	11.8	69.2
25.	Oil Service Index (PHL	OSX	0.90	42.2	46.8	790	217.97	26.6	25.5	24.4	100.2
26.	Natural Gas Index	XNG	0.90	35.5	39.6	123	561.57	21.8	19.7	17.5	86.3
27.	Mini-Nasdaq 100 Index	MNX	0.87	26.6	30.6	1096	203.45	15.1	12.7	14.5	67.9
28.	E-Mini S&P 500 (future	ES	0.85	24.9	29.2	28822	1197.15	14.4	12.1	9.9	69.4

资料来源：OptionVue 6。

图 1.14 OPSCAN 报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么不交易日元指数(Yen Index),因为其有最好的偏态值？日元指数和其他所有指数均不是铁秃鹰期权的合适对象?[1] 无论你是交易指数还是股票的铁秃鹰期权,流动性从来不能低估。

当然,800 天是较长的时间。不同的指数在不同的时间框架内如何估值?在表 1.3 中,你会发现(截至 2010 年 4 月 21 日),在多个时间框架内波动率的偏态值持续有利于卖方。

表 1.3 **标准普尔 500 指数** 单位:%

平 均	3 周	6 周	10 周	1.5 年	3 年	4.5 年	6 年
统计波动率	10.8	11.1	13.5	29.3	25.0	20.2	19.1
内涵波动率	14.2	14.7	15.8	29.4	25.5	20.8	19.7

资料来源:OptionVue 6。

罗素 2 000 指数 单位:%

平 均	3 周	6 周	10 周	1.5 年	3 年	4.5 年	6 年
统计波动率	15.4	15.3	17.1	35.1	30.4	26.0	24.9
内涵波动率	19.5	19.6	20.3	36.1	31.5	27.3	26.2

资料来源:OptionVue 6。

纳斯达克指数 单位:%

平 均	3 周	6 周	10 周	1.5 年	3 年	4.5 年	6 年
统计波动率	12.3	12.7	15.2	29.3	26.6	23.4	22.3
内涵波动率	15.4	15.9	16.9	30.3	27.6	27.1	25.6

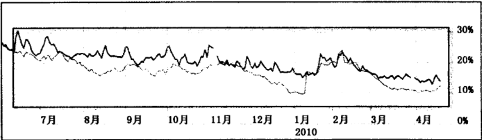
资料来源:OptionVue 6。

偏态值并不是故事的全部。图 1.15 是标准普尔 500 指数的波动率。图中下面的线表示统计波动率,上面的线表示内涵波动率。两种波动率之间持续有缺口。波动率看起来对卖方有利,如果这样,就像是在银行的存款。然而,表象会欺骗人。

如果你将交易仅仅看做是波动率交易,你就会有优势。然而,你是在卖出铁

[1] 标准普尔 500 指数期货是唯一的例外。交易标准普尔 500 指数期货的铁秃鹰期权是可行的,但是由于一直变化的保证金要求变得复杂了,因而对你来说,增加了一些不必要的复杂性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

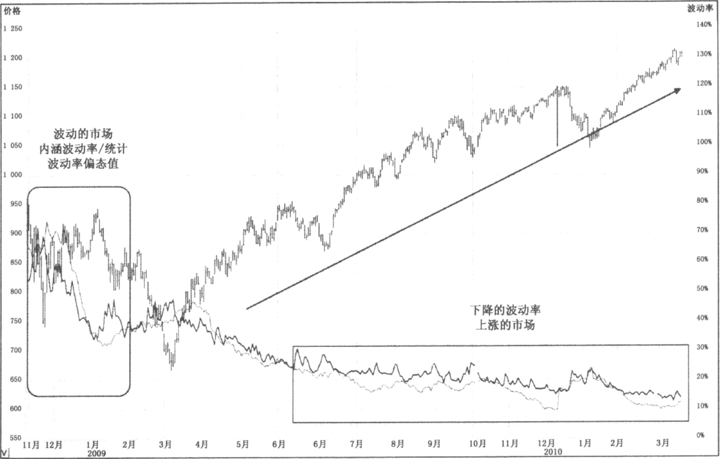
图 1.15　波动率缺口只告诉了故事的部分内容

秃鹰期权而不只是在交易波动率。时间会改变一切。你不想过度依赖概率，你需要非常认真地管理真实风险。

不单纯依赖波动率偏态值是重要的，因为很多铁秃鹰期权的买方在这个时间间隔内亏损了。如果一直存在这样的偏态值，又会如何呢？内涵波动率下跌的市场是自满而不是方向的迹象。这一自满不只意味着市场单边运动，也许意味着市场在上涨。任何通过逐渐降低的波动率（维加）而获得的收益均能被价格的迅速上涨（维加）所超越，如图 1.16 所示。

铁秃鹰期权实际上是对这个环境以及那些不认真对待亏损太多金钱的人的挑战。特别是，市场在 2009 年的上涨和市场在 2010 年 2～4 月的反弹让大多数依赖市场中性策略的交易者感到害怕。如何在不同的市场上进行操作，既让人感兴趣，也具有启发作用。我们将在下一章进行解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 1.16 波动率和价格运动的相关性（或缺少相关）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　进入交易

指数也许是进行铁秃鹰期权交易的最好工具，标准普尔 500 指数、罗素 2 000指数和纳斯达克指数是最适合的指数。主要有两个原因:流动性及其使用欧式期权。因为流动性越大，越容易执行交易，而欧式期权通过消除较早行权的风险而增加了安全度。

买卖合约通过拍卖流程进行。买价代表买方想支付的价格，卖价代表卖方寻求的价格。没有正确或错误的方法来实现买卖价差，但是你如何就价格进行协商将导致不同的交易结果。

在电子市场中，买卖价差是可以忽略的。鉴于其他交易的世界已经进入电子化时代，指数的交易还通过公开喊价这样的古老方式进行。在关于股票交易所的老电影中，交易者来回反复大喊，疯狂地用手势买卖。总有一天，指数交易方式也会完全电子化，但那时，你在屏幕上看到的买卖价差也并不总能幸运地与你能得到的价格相吻合。计算机屏幕上的买卖价差与实际交易池中交易的买卖价差经常有很大的差异。计算机显示的价差是以美元分开的，交易池中的价差也许是以美分分开的。因此，买价与卖价之间的中间价是分析交易结果的很好的普遍参考。中间价，即市场最可能交易的价格是一个非常准确的、有用的价格。

决定使用哪个行权价没有绝对正确或错误的方法，但是切记，不是所有的交易都是相等的。运用不同的策略，你会决定如何进入市场。

2/3

进入交易和退出交易是铁秃鹰期权的全部。其间发生的一切都只是噪音。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个交易者都有其自己的风格。你的目标也许是尽可能保守地交易。但是,交易铁秃鹰期权是有风险的。每个有风险的策略,均要承担不同程度的风险。

时间不可避免地向前运动,是一把“双刃剑”。一方面,你持有铁秃鹰期权的时间越长,你获得的潜在回报就越大。另一方面,你在市场中的每一天都要承担市场风险。每个人都期望回报,但风险是可怕的。过度激进的交易方法只是不值得以无眠的夜晚为代价。

交易铁秃鹰期权有很多方法。在你进行交易前,注意考虑所有重要的因素。铁秃鹰期权是一个动作非常慢的创造。当你卖出铁秃鹰期权时,时间衰竭开始会很慢。这时不要匆忙做出任何决策。进入和退出交易太快,从买卖价差的角度来说成本太高了。如果铁秃鹰期权的买卖价差是 3.50～4.00 美元,即在没有进行协商的情况下,以 3.50 美元卖出,以 4.00 美元买入。因此,如果你卖出铁秃鹰期权,随后立即买入,每股会损失 0.5 美元。这仅仅对交易来说是一个不小的损失。在交易铁秃鹰期权时,耐心实际上是一个优点。你的每一步都必须要耐心,无论是进入交易还是对交易进行调整。唯一不需要耐心的时刻是在获利回吐时。

很多铁秃鹰期权交易者一年中的每一天都在市场上。这不是最佳的方法,但是对一些人来说是合理的策略。你只有在市场中,才会赚钱或亏损。尽可能少地呆在市场中与盈利尽可能大的策略是最理想的。

成功的交易均与计划有关。没有计划,你就会成为所有交易的两大杀手——贪婪和恐惧——的受害者。交易计划应当提前制定,它是一个决策模型而不是一个反应模型,使你能够利用其他交易者的贪婪和恐惧。交易的所有方面,即进入、调整和退出均是对市场有意识的反应策略。

当交易是对市场的反应时,会发挥最大的作用。你想得多了,就不会通过意愿或预测的力量来让市场单边运动。自信或担心不会对市场或你的成功产生任何影响。如果你铭记这一简单的事实,就不会有太多的压力。提前制定合适的计划对决策来说是简单的,以至于你能对市场的变化做出适当的反应。

在你进行交易的过程中唯一不是简单地对市场做出反应的时刻是当你进入交易时。因此,你需要明确并等待合适的时机进入交易及做出自我承诺的条件。因为你选择何时以及在何处进入,都有充足的时间确保你的交易满足所有预先确定的条件,以至于你不必对目标进行妥协。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当进入铁秃鹰交易时,你希望市场:(1)在其翅膀上盘整,(2)足够长的时间,(3)以获得你期望的盈利。知道你想要什么,“盘整”、“足够长的时间”、“盈利”确定了交易。在卖出铁秃鹰期权时需考虑三个因素:(1)时间;(2)仓位;(3)价格。

完美的期权策略是交易者应该看跌这次交易——知道距离到期日——的准确天数、卖出期权垂直价差中准确的行权价,以及他在交易中想要获得的准确的信用金额。当然,这从来不会发生,因为你从来不会有意地提前做出每一个正确的决策。要想通过铁秃鹰期权获利,可以将铁秃鹰交易想象为“不完美交易的艺术”。你不必非常正确,只要大致正确就行。

不幸的是,上述三个因素经常是相互影响的,很难只考虑其中一个而不考虑其他两个。由于波动率是期权交易的通配符,你不知道你的交易是否完全满足这三个因素,直到你退出交易。在进行交易之前看看面前的选择,你会经常发现你能做到最好的是妥协,选择铁秃鹰期权交易时考虑三个因素中的两个。问题是选择哪两个呢?

时 间

铁秃鹰交易的核心是时间衰竭或西塔。西塔的敌人是波动率或维加。如果你选择卖出还有 6 个月到期的铁秃鹰期权,就会发生很多事情。如果价格没有发生任何变化,时间衰竭的速度则比较慢;但是如果价格突然波动,尤其是下跌,那么头寸会迅速丧失其价值。

当铁秃鹰期权丧失价值时意味着什么?你以一个特定的价格卖出铁秃鹰期权。如果铁秃鹰期权的价值由于波动率而上涨,“买回”你所卖出的铁秃鹰期权将会变得更加昂贵。在这种情况下,你会卖高而买得更高。尽管这不是经常可以避免的,但也是你尽可能想避免的一个情形。

西塔和维加之间有一个重要的互相交换关系。你不想及时出手,因为刚开始相对于涉及的风险而言,时间衰竭太小。波动率或维加的大幅上涨会毁灭你累积的时间衰竭。突然,你发现自己的铁秃鹰期权已经处于红色警报区,这么小的西塔使得你几乎不能减少由于维加上涨而导致的亏损。另外一方面,你不想卖出太接近到期日的铁秃鹰期权,因为价值对获得适当的期权费而言太低了,你冒着价格跌破价格区间的风险。

表 2.1 列出了三种不同的铁秃鹰期权和到期日。它们的共同点是,卖出期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权的西塔大约为 10。

表 2.1　具有相同的德尔塔和信用，但到期日* 不同的铁秃鹰期权的比较

看跌期权 1 100/1 105，看涨期权 1 220/1 225，信用 105 美元，17 天到期	
西塔	4.48
维加	−11.90
看跌期权 1 055/1 060，看涨期权 1 225/1 260，信用 99 美元，45 天到期	
西塔	3.52
维加	−11.72
看跌期权 1 025/1 030，看涨期权 1 275/1 280，信用 130 美元，73 天到期	
西塔	1.39
维加	−11.81

* 2010 年 5 月 4 日，波动率指数为 25，标准普尔 500 指数为 1 168 点，保证金要求为 500 美元。

资料来源：OptionVue 6。

在表 2.1 中，维加值表明内涵波动率每增加 1%，铁秃鹰期权价值将上涨 11 美元。既然你想让铁秃鹰期权失去价值，任何使其盈利的因素均对你不利。另外一方面，西塔值表明随着时间的流逝，铁秃鹰期权每天会失去价值。你的目标是保持 1/3 的初始信用，然后买回来结清铁秃鹰期权。“保持 1/3 作为盈利”是你评估三种方法的目标。

首先以到期日最远，即 73 天的铁秃鹰期权为例。西塔为 1.39，铁秃鹰期权大约要用 30 天的时间丧失 43 美元，或初始信用的 1/3。切记，西塔不是一个常量，但通常会随着时间的流逝而迅速增加。为了简化起见，西塔在这个例子中保持不变，强调西塔和维加的关系。还剩 73 天，你有 11∶1 的比率。波动率每上涨 1%，将会吃掉 11 天递减的时间价值。然而，你在西塔损失掉的，将会在铁秃鹰的规模上得到回报——从一边到另外一边有 245 点。

第二个是 45 天的铁秃鹰期权，维加与西塔的比率为 11∶3，两端的价差为 165 点。对于第三个铁秃鹰期权，还有 17 天到期，维加与西塔的比率为 11∶4，但是价差只有 115 点。你越接近到期日，维加与西塔的比率越小，这是积极的转变，却以铁秃鹰期权的规模为代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在哪一点上，维加与西塔的比率变得太大了？你的目标是希望在2～4个星期内抓住相对较小的盈利，放弃其余的盈利。将长期期权交易当做短期交易，有时这是可能的。如果西塔或维加是你唯一关心的，那么只能通过尽可能卖出接近到期日的铁秃鹰期权来实现。尽管这一策略是可行的，但是不建议使用。

这个问题的另外一个方面提供了一个重要的、显著的机遇。它强调波动率上涨对铁秃鹰期权的影响。如果波动率下降1%会如何？在73天到期的交易中，波动率下降1%将给予你在铁秃鹰期权中11天的领先优势。波动率的下降导致快速获利。这不是不可能发生的。当年不是每天均处于市场中的优势，却是你开始等待并选择进入的点位。你如果发现某一天的波动率非同寻常地上涨，也许会认为这是卖出铁秃鹰期权的大好时机。当波动率上涨时，价格也在上涨。如果市场在消化了导致波动率上涨的消息后又稳定了，那么波动率也会稳定下来。较低的波动率导致较低的期权价格。在这样的情形下，你可能在波动率上涨时卖出铁秃鹰期权，甚至在同一天买入来结清头寸以获得不错的利润。另外一方面，只是因为波动率上涨，不一定意味着波动率会立即掉头向下。通常情况下，波动率突然上涨也是其更大幅度波动的一个前兆。无论怎样，都要利用这个机会。如果市场恐慌且做出过度的反应，对你来说，通常就是有利的。

因此，你进入的交易要持续多长时间呢？你应该选择多少天到期的交易有很多潜在的规则。很多这样的想法在大多数时候也是有效的。例如，很多交易者在到期后重新回到市场。买方过多对价格有压制效果，因此，到期后立即进入市场不是好的时机。不幸的是，大多数有利的交易均为大约1个月后到期。从维加/西塔的角度来说，这似乎是最有利的。然而，当判断出错、市场价格开始飙升的时候，开立铁秃鹰期权以进行调整的成本非常吓人和昂贵。你会发现，自己在到期的一周里处于无情的市场中，感觉就像日内交易者祈求正确的退出时机。

从风险管理的角度看，其他时间框架的效果更好。例如，在到期前几个月的星期五能进入铁秃鹰期权，因此，依据距离到期日的时间，可以有5～6周的时间退出交易。依据时间价值和时间的平衡，距离到期日7～8周进入也许是有利的。关于时机，你不能总是使用同一个不灵活的规则，因为需要考虑太多的其他因素，如波动率、价格和头寸。

超过70天退出使得维加的风险相对于西塔是个不错的选择。是什么原因导致进行距离到期日这么远的交易呢？一种情形是，当波动率在市场持续反弹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间极低时。由于格言和经验认为市场不会“往上”,急剧反弹受到怀疑,你也许相信反弹看起来太脆弱了,随后便害怕市场会急剧回调。你虽然等待回调,但是你最终要等待很长时间。在2009～2010年市场的反弹中,价格只知道如何单边上涨。很多遵循只交易距离到期日几周的期权的规则的铁秃鹰交易者进行的交易太小,最终在市场“往上”的时候损失了很多。如果市场处于某种趋势,确保你的铁秃鹰期权在趋势和突然反转时有足够的调整空间。如果铁秃鹰期权对你期望6周后退出的交易而言太小,那么考虑下一个月的期权——也许需要10周的时间。

市场下跌时,波动率非常高会如何?如果抓住了下跌趋势末端的机遇,你也许会做到两全其美,在盘整的市场上卖出高波动率期权。随后你获得了波动率下降和时间衰竭的好处。另外一个风险是当市场反弹太快时。这种风险被称为伽马风险,它能够战胜西塔和维加。

假设在距离到期日的最佳天数进行交易是误导。最好的建议是,远离不到5周到期的交易,进入长期的交易。不进行交易,直到出现了合适的机遇,这才是交易策略的关键。

仓位

时间是明确何时进行铁秃鹰交易的主要因素。现在你需要决定“在哪里”设置铁秃鹰期权的翅膀——需要猜测未来市场的行为。幸运的是,尽管猜测可能与未来的市场行为不相关,但是最终仍会获利。预测未来的市场行为有三种方法:基本面分析、技术分析和波动率分析。

在进行预测前,要努力使自己相信,任何暗示从分析中获得方向会有优势的想法都是错误的。然而,使用图表和消息来预测市场的走向及其强度也要基于对任一方向的最差情形进行交易。没有对市场走向的看法比你想象的要难得多。这意味着假设所有的网站和消息都是错误的。

行为金融学告诉你,普通人认为他比普通人聪明。普通投资者一方面倾向于将其盈利的交易归结为智力和努力工作。另一方面,亏损则归结为运气太差。事实也许正好相反。大多数人的成功更有可能是运气使然,失败则是判断错误的结果。切记,即便聪明人也经常会犯错。这也是铁秃鹰期权交易者尽可能利用对其有利的机遇而不是基于其自己的能力进行交易的原因。这样,即便是他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的判断错误，也能盈利。

基本面

形成对市场观点的传统方法是使用基本面分析。使用多种分析方法来理解经济、政策、天气是使世界运转的基础，经济学家努力预测未来的市场行为。基本面分析对铁秃鹰交易者的作用有限，因为铁秃鹰需要短期交易，基本面分析更适合长期交易。就你的交易而言，你并不是真正关心经济的长期健康，而是对股票价格在接下来的 2～4 周的稳定性感兴趣。稳定性并不意味着只是呆在狭窄的区间。稳定性意味着价格足够稳定地呆在铁秃鹰交易的盈利区间。因此，如果你的铁秃鹰交易有 300 点的空间，我们最终寻找的稳定性限于 300 点。基本面分析经常是长期预测，实际这对你没有任何帮助。通常只有真正没有意料到的消息对市场有影响。如果你每天在看 CNBC，或你订阅了几份资讯，目标均是试图理解“为什么”市场以一定的方式运动以及“为什么”会在未来以一定的方式运动，那么你是基本面分析的受害者。即便是交易大厅的交易者也经常不知道为什么市场中既定的一天以这样或那样的方式运动。正是由于“专家”表达了其对自身观点的绝对自信，使得其无法做出正确的选择。

正如之前所提到的，尽量不要对市场的走向作过于明确的判断。这不是说你不应该关注消息，而是你应该对金融情绪有一般的认识，这样，你才能为最糟糕的情形做好准备。运用基本面分析的目的在于寻找、探测系统风险的任何因素。这类新闻事件对经济有普遍的影响，没有简单的处理方法，如银行倒闭和战争，是你不能忽略的消息，这就是所谓的“系统风险”。糟糕的失业数字或 GDP 对市场有很大的影响，但是市场将会恢复。面临市场风险，你根本不知道问题何时会解决，市场如何接受“处理方法”，或问题会变得有多大。2009 年 3 月的下跌，政府干预是市场直线上涨的“催化剂”。这是完全不可预测的。随后的市场在怀疑中反弹几个月。对冲基金没有赚到钱，因为它们一路做空市场，随后抵补其空头仓位。

阅读《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)、《巴伦周刊》(*Barron's*)、《商业周刊》(*Business Week*)只会阻碍你的决策过程。切记，你交易期权的数学特征，优先于对市场走势的看法。在市场上确定会损失你所有资金的方法是跟踪新闻中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的观点。如果回过头来看，看空和看多经常则是正确的。但你是期权交易者，对你来说，时机就是一切。即便看空或看多是正确的，真正有意义的是何时才是正确的。对买入并持有的投资者来说，对市场有自己的看法也许会非常有效，但是对期权交易者来说，在错误的时间其正确看法是“死亡之吻”。

图表

接下来最普遍的方法是看图表，因为看图表是最容易的。每个人都会看图表。当然，困难的是判断图表是否传达了有意义的信息。图表或技术分析的魅力在于基本面问题和人的大脑。也许人的大脑最大的强项和弱项分别是形态识别和逻辑倾向。我们甚至能发现不存在的形态。因此，“趋势是你的朋友”可能是一个“死亡陷阱”。然而，还有另外一个技术分析流派是反向投资者。他们相信任何趋势终将以反转结束，这一观点最终是正确的。当你看到趋势时，趋势已经结束。他们如何在两个方面都做到正确呢？最后，如果这些想法中的任何一个真正起作用了，每个人都会这么做吗？按照相同的规则，我们都会打开计算机，通过设计程序来做同样的交易。当然，由于我们同时都是买方或卖方，因而什么都不会发生。

不是所有的技术指标都是相同的。有一些指标揭示了什么应该发生，其他的指标则以信息的方式告诉你正在发生的事实。较好的基于波动率的指标揭示了特定价格运动相对于之前的价格运动的统计显著性。杰夫·奥根在《波动率优势》(*Volatility Edge*)中开发了一个价格变化标准差的伟大指标。[1] 由于期权均围绕波动率进行交易，因而使用一些波动率指标是有意义的。

最普遍的统计指标是布林线。通道显示了基于 20 天移动平均价格上下 2 个标准差的运动。价格有 95%的几率处在这一范围内。在单边市场上，如果通道高于或低于价格区间，那么布林线是有用的；但是，如果当趋势急剧上涨或下跌时，通道处于价格的左边和右边，那么这对确定区间是没有帮助的。价格突破通道后倾向于重新回到通道内。不是每次都是这样，因为布林线是一个滞后指标。如果市场情绪迅速变化，那么价格能在很长的一段时间内沿着上轨或下轨

[1] (C−C[1])/(StandardDev(Log(C[1]/C[2]),20,2) * C[1])，式中，C 等于收盘价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运动。

期权软件或一些在线站点能为每只股票或每个指数创造波动率图——与价格图不同。围绕这些波动率图可以创建布林线。由于假设股票的波动率在长期内相对稳定，波动率的大幅变化也是短暂的，并最终会回到常态。因此，突破布林线大的波动率上涨可以看做是暂时失常，会回复到均值。纯粹的波动率交易者寻找这些大幅上涨的机会，以卖出期权，在波动率下降时买入并结清头寸。

一个普遍用来衡量标准普尔 500 指数波动率的指标是波动率指数(VIX)。当提及内涵波动率时，交易者通常认为是平价、价内或价外期权的特定行权价的波动率。平价看涨期权波动率在提及股票或指数的内涵波动率时是常用的参考指标。波动率指数被芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)认为是价外看涨和看跌期权的加权平均价，用来反映全部标准普尔 500 指数的波动率。在波动率周围使用布林线也能看到你卖出的波动率是否便宜或昂贵的信号。如果价格触及布林线的下轨，假设波动率会回到均值；如果价格突破布林线的上轨，也许卖出期权是非常好的时机。因为这时波动率向均值回复，你能在波动率的运动中迅速获利。这不是一个固定的规则，市场形势也许会发生变化，波动率指数稳定下降——2009 年的大部分时间就是这样，或者也许市场崩盘了，波动率指数像 2008 年那样向新的方向运行。紧盯波动率指数，将其作为工具箱中的一种工具，获得对市场的认识。

波动率指数的另外一个好的用途是评估波动率的期权价格。平价看涨期权与看跌期权的成本假设应该是相同的。如果你看到两者的成本有大的差异，也许暗示形势将发生变化。接下来一个月，如果平价期权的价格大幅高于当月，则暗示未来会有大幅下跌，这是另外一个有用的暗示。

一些指标设计通过资金的流动来衡量买方和卖方的行为。帕斯卡・威廉(Pascal William)于 2008 年在《时间价值》(*Value in Time*)中开发的指标非常有用。四度空间理论(Market Profile)是另外一个有用的指标。它不是通过标准图形显示价格运动，而是表明在一段时期内价格的分布情况。这一类型的指标用来说明市场行为和资金流动而不是预测的洞见。

支撑线和阻力线也非常有用，但是不一定作为支撑和压力。如果将它们作为磁石考虑，是很有用的。市场倾向于迅速运动以检验前期的高点和低点。主要的原因也许是在前期高点或低点的止损单和买入单的成交量。想象一下，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果标准普尔 500 指数之前一次反弹到 1 100 点，现在再次朝着那个方向运动。也许有很多看空未来的投资者在 1 100 点买入来结清头寸，还有很多其他的卖方准备卖出，他们认为这次价格将会跌破支撑线。无论价格是否跌破支撑线，一方将会迅速赚钱，另一方将不得不迅速抵补其仓位。无论是做多还是做空，最好将支撑线和阻力线看做磁石——能画出一定方向上的价格运动轨迹。突破支撑线后，其倾向于成为阻力线，反之亦然。支撑线和阻力线也解释了为什么市场倾向于协调运动而不是直线运动。期权到期日也通过影响股票价格——从一个行权价到另外一个接近到期日的行权价——来影响市场。

德尔塔

期权交易者有一个喜欢的工具是德尔塔——也是波动率的函数(你开始看形态了吗？一切都是波动率的函数)。为了更好地理解德尔塔，想象一下单一股票交易的概率。如果你买入一只股票，股票价格有 50：50 的几率会上涨。平价看涨期权和看跌期权的德尔塔大约为 50%。由于这个原因，期权交易者的经验法则是将德尔塔看做百分比概率。德尔塔代表合约上涨或下降 1 美元的程度。如果买入德尔塔为 0.50 的平价看涨期权，股票上涨 1 美元，合约的价值则将上涨 50 美分；如果其德尔塔为 0.10，合约的价值则将上涨 10 美分。任何给定行权价的德尔塔都取决于目前的内涵波动率。如果波动率上涨，给定行权价的德尔塔从 0.10 上涨到 0.20，波动 1 美元的风险就翻番了。

德尔塔的特点在于，市场明确地显示到期日达到特定价格的概率，不需要技术分析或基本面分析。期权的价格及其导致的“几率”由市场设定。实盘交易者看空现金，买入期权。这不是猜测或理论。没有必要从图表中推测意义或猜测美联储下一次的举措。期权定价要考虑所有的担心和研究。德尔塔是最好的前向指标，是实时制定的。它不是移动平均线、支撑线/压力线、回撤、波浪、循环或其他任何工具的结果，而是由交易者制定。不幸的是，作为最好的指标并不意味着其一定准确。德尔塔只是及时地给予你市场中特定时点的猜测。

德尔塔在看涨期权和看跌期权之间是不对称的。股票和指数下跌的速度要比其上涨的速度快得多。因此，德尔塔为 10 的行权价在看跌期权中的波动幅度要大于看涨期权，反映出的市场恐慌使得其在下跌过程中大幅下跌的速度更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2.1 显示了德尔塔的偏态值和波动率对德尔塔的影响。两个例子均来自标准普尔 500 指数，均距离到期日还有 28 天。在左边的例子中，标准普尔 500 指数为 1 212 点，波动率指数为 16%。右边的例子中，市场报收于 883 点，波动率指数为 77%。

2010年4月23日的波动率指数为16%

Actuals	SPX Index		
	1212.44	+3.77	
Futures	JUN <56>		
	1208.50	+6.75	
Options	MAY <28>		
1275 calls	0.90	11.7%	5.32
1270 calls	1.10	11.4%	6.98
1265 calls	1.70	11.8%	9.02
1260 calls	1.95	11.5%	11.5
1255 calls	2.50	11.4%	14.3
1250 calls	3.30	11.6%	17.6
1245 calls	4.10	11.6%	21.3
1240 calls	5.60	12.0%	25.4
1235 calls	6.60	11.9%	29.8
1175 puts	7.50	15.5%	-20.1
1170 puts	6.90	16.2%	-17.6
1165 puts	6.10	16.5%	-15.4
1160 puts	5.60	17.0%	-13.4
1155 puts	4.70	17.1%	-11.7
1150 puts	4.30	17.6%	-10.2
1145 puts	4.00	18.2%	-8.92
1140 puts	3.70	18.8%	-7.79

2008年10月24日的波动率指数为77%

Actuals	SPX Index		
	883.80	-24.20	
Futures	DEC <56>		
	883.80	-31.40	
Options	NOV <28>		
1060 calls	8.20	54.4%	7.64
1055 calls	9.30	55.4%	8.28
1050 calls	8.00	52.1%	8.95
1045 calls	11.40	57.1%	9.65
1040 calls	11.20	55.7%	10.4
1035 calls	11.90	55.7%	11.1
1030 calls	13.00	56.3%	11.9
1025 calls	13.10	55.3%	12.8
1020 calls	14.90	56.8%	13.6
635 puts	10.10	96.1%	-12.6
630 puts	9.80	97.0%	-12.2
625 puts	9.90	99.2%	-11.7
620 puts	9.20	99.0%	-11.3
615 puts	8.40	98.3%	-10.9
610 puts	8.00	98.8%	-10.5
605 puts	8.50	102%	-10.1
600 puts	7.70	101%	-9.72

资料来源：OptionVue 6。

图 2.1 德尔塔相同、波动率不同的铁秃鹰期权的比较

两个例子中，德尔塔均为 11，与实际价格的距离在数量和质量上都不同。左边的例子代表极端平静的市场，波动率指数为 16%；右边的例子中，波动率指数为 77%，历史上确实出现过。期权市场告诉你哪些内容呢？

左边的例子中，市场相对不关心市场中任一方向的大幅运动。德尔塔为 11 的 1 260 点看涨期权距离实际价格只有 48 点（3.9%），1 155 点看跌期权距离实际价格只有 57 点（4.7%）。这里你同时看到了实际价格与看涨期权和看跌期权的距离以及偏态值，因此，具有相同德尔塔的看跌期权与实际价格的距离要大于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨期权。这一偏离是正常的,因为交易者知道市场下跌的速度要快于上涨的速度,因此,虽然有同样的德尔塔,但也会有不同的距离。

左边具有较低波动率的市场似乎在告诉你与右边具有较高波动率的市场完全不同的故事。毕竟,那天标准普尔 500 指数报收于 883 点,德尔塔为 11 的看涨期权在 1 035 点,德尔塔为 11 的看跌期权在 620 点。看涨期权与标准普尔 500 指数的价格的距离为 152 点(17.2%)。看跌期权与标准普尔 500 指数的价格的距离为 263 点(29.7%)。期权市场告诉你其预计在任一方向均有大幅波动。因此,两个市场对潜在运动的预测是截然不同的。然而,德尔塔为 11 就是德尔塔为 11。只是因为市场预期变化了,德尔塔才会变化。事实上,德尔塔是最好的前向指标,但在预测的准确性上价值有限。

在决定铁秃鹰期权翅膀的仓位时,需考虑信息的三个来源:市场的基本面分析、技术图表和期权价格所揭示的波动率——但不是订单。期权开始会显示价格和波动率图表。随后你检查一下技术图表,再看一下基本面分析。为什么最后要进行基本面分析呢?因为这是判断市场波动率和有限交易时间范围内运动方向时用处最小的标准。

起先是价格,你希望铁秃鹰期权有尽可能远的卖出行权价。你也许关注德尔塔为 10 的看涨期权和看跌期权的卖出行权价。德尔塔为 10,表明市场每波动 1 美元,影响价格为 10 美分。你能在德尔塔低于 10——但是不要太低——的时候卖出,才是最优选择。如果你卖出的德尔塔太小,你最终获得的波动率和美元的风险则太小,你会发现自己需要等待更长的时间来获得需要的利润。

将德尔塔作为锚点,你接下来需要看技术图表。德尔塔为 10,使得卖出行权价超过了之前的一些低点和高点,或者其他一些强有力的支撑线和阻力线?价格趋向于走强吗?波动率将上涨还是下跌?机构资金是流入市场还是流出市场?价格的运动是否超出了布林线?这是在设置价格目标时需要考虑的一些基本技术问题。

基本面分析也许是你最后需要评估的信息。每个交易者需要粗略地理解价格突然上涨的原因。是因为未预料到的收益报告?是因为欧元崩盘?也许是选举的结果?是 GDP?是失业率?所有这些和更多的信息能引发股票价格的剧烈波动,而且不一定是你能预计到的那个因素,但是消息持久的后果有很大的不同。2010 年 5 月 21 日,标准普尔 500 指数遭遇了其有史以来最糟糕的一天,被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称为"闪电崩盘"(Flash Crash)。其在一天内下跌 100 点,随后又反弹 60 点。你不能从纯比例和技术的角度来看这样的情形。是什么原因呢?因为每个人都在担心欧元即将崩盘。也许是由于计算机问题而引发 15 分钟内反弹 60 点。在接下来的周末,欧盟买入 1 万亿美元来支持欧元,随后市场跳空高开 50 点。你不仅要知道发生这些波动的原因,而且要能理解不稳定市场波动的基本动态和影响。

价格

除了时间和仓位之外,需要考虑的第三个因素是你卖出两个信用利差所收到的信用。如果到期日从现在开始有 2 周,而不是 1 个月、2 个月或更长时间,距离 200 点的铁秃鹰则给予你截然不同的信用。你收到的信用金额与承担的风险成比例。

信用应该用有风险的总保证金的百分比评估。例如,你用 10 000 美元作为保证金来卖出铁秃鹰期权,你收到的信用为 1 000 美元。如果你持有铁秃鹰期权到期,其到期时一文不值,你则获得 1 000 美元。如果价格到期时超出了翅膀的范围,你要放弃 10 000 美元,但是仍获得 1 000 美元,从技术上说,你只有 9 000美元存在风险。将信用看做是总保证金的一定百分比,并忽略你收到的信用是缓和风险的因素。总之,你不要保留所有的信用,你感兴趣的是你承担风险的保证金或获得多少回报。

既然你准备检验标准普尔 500 指数的交易,你也需要了解每个价差的行权价应该距离多远。例如,如果你在 1 200 点卖出看涨期权,你会买入哪个看涨期权?例如,是 1 205 点还是 1 210 点?普遍的方法是买入下一个行权价或 1 205 点。

流动性最大的标准普尔 500 指数的行权价间隔为 25 点,如 1 200 点、1 225 点、1 250 点和 1 275 点。流动性越大,买卖价差越小。

另外一个交易相隔 25 点的行权价的优势不太明显。当你进入交易时,市场上的行权价相隔 25 点,你会发现更加容易平衡德尔塔,因为你卖出的行权价也是间隔 25 点。这使得你在进入交易前要花费时间,而不是很快地在错误的价格点位进入交易。由于期权、期货和 ETF 较大的流动性,因而标准普尔 500 指数倾向于向这些价格回归。既然每个人都对这些价格更感兴趣,你也一样。你想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这样的情况下与机构进行交易，而不是反之。

因此，如果你卖出唯一的标准普尔 500 指数价差期权——由卖出 1 200 点看涨期权和买入 1 225 点看涨期权组成，价差的保证金是 2 500 美元。卖出同样距离的看跌期权，如卖出 1 000 点看跌期权和买入 975 点看跌期权，同样需要 2 500美元的保证金。你可以使用同样的 2 500 美元来做上述两个价差的保证金。[1] 这对指数期权有用。既然它们是欧式期权，只能在到期日行权，价格能在铁秃鹰期权的一方或另外一方"亏损"。

你交易什么样的行权价，价格的连续间隔应该多大？你卖出铁秃鹰期权每获得 0.25 美元的信用，相当于保证金回报的 1%。因此，1 美元相当于 4%的信用，2 美元相当于 8%的信用。

提前知道预期获得何种回报，对于在开始时确定需要获得何种信用非常关键。如果你想从交易中获得 4%的回报，那么，你以 4 美元卖出铁秃鹰期权，应该以 3 美元买回铁秃鹰期权，保留 1 美元，即赚 4%。在这个例子中，铁秃鹰期权的价值不得不只削减 25%，从 4 美元跌到 3 美元。如果以 2 美元卖出铁秃鹰期权会如何呢？获得预期的回报需要价值损失 50%。如果你的目标是尽可能少地在市场中承担风险，那么你想要时间衰竭速度最快的仓位以实现目标。

综合考虑

铁秃鹰期权决策基于时间、仓位和价格做出。你的交易距离到期日多远？卖出和买入的行权价是多少？为了获得保证金的回报，希望获得多少信用？下面是每个条件的最佳答案：

1. 仓位。德尔塔是 10 的倍数，远远超过之前的高点和低点。技术图表显示每个方向的趋势都不走强。消息是利多的，每个人都高兴。

2. 价格。每次交易获得较高的 5 美元的信用，等于保证金的 20%。波动率的趋势是下跌，只有 1 天是上涨的。

3. 时间。有 4～5 周到期。

这一设定很难的原因是目标之间相互排斥。

[1] 评估你的经纪人的保证金政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择 1:如果你想得到一个到期日短的窗口(Short Expiration Window),则会经常牺牲仓位或价格。时间距离到期日越近,铁秃鹰期权越小。德尔塔为 10,距离到期日的时间短,但是你也许不会实现信用目标。

选择 2:如果仓位是你的主要目标,德尔塔必须为 10,问题是经常变换的。你的德尔塔为 10,距离到期日也短,但是也许你不得不牺牲较高的信用。10 倍的德尔塔可能获得较高的信用,但是距离到期日不能短。

选择 3:最后一种情形是在卖出铁秃鹰期权时坚持较高的信用。高信用在德尔塔为 10 且距离到期日短时是可能的,而不是行权太远时。在德尔塔为 10 的倍数时,你仍能获得高信用,但是你也许不得不放弃做空到期日。

反向投资者进入交易,导致满足上述三个条件很困难。你不得不对交易中所希望的目标进行排序,以确定什么对你是最重要的。

上述每个策略都很好。每个都有其优点和缺点。你如果想获得德尔塔为 10 的倍数,且时间衰竭速度很快,则要交易距离到期日 3～5 周的期权。才会得出结论,最好的方法是先看价格,随后看仓位,最后才看时间。

价格是你的首要考虑因素,因为你想获得信用的一部分而不是全部。保持 1/3 或 1/4 的信用比等待足够长的时间获得一半的信用要容易得多。目标是在赚钱的同时尽可能快地退出仓位。

因此,仓位受价格的指引。如果仓位的德尔塔为 10 的倍数,你不能提供最低的信用,你要么等待其直至到期,要么交易更远月份的期权。仓位也是不可协商的。

时间是可协商的。市场不关心你的铁秃鹰期权。如果想价值递减的时间短一些,或获得较大的信用,你的行权价范围太窄,那么市场不会同情你。时间是交易铁秃鹰期权中唯一的常量。当情形出错时,如果没有足够的时间,则对你不利。考虑在交易中保留时间“储备”,以至于你有足够的时间在必要时进行调整。你的时间“账户”将会耗尽,因此,你必须确保足够的时间,并明智地利用时间。

既然核心是一个时间递减策略,为什么时间是你最后的考虑因素而不是首要的考虑因素呢?时间是一把“双刃剑”。你要求市场在几周内保持相对稳定。在市场迅速向同一方向或相反的方向运动时,可以获得令人满意的稳定性。当运动迅速发生时,你希望能够对铁秃鹰期权进行调整以符合新的事实,并保护自己的本金。调整的能力是通过额外的时间获得奢侈品。较大的时间窗口一直持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续到到期日，允许你决定何时退出或调整交易。随着到期日的临近，你做出决策的时间表缩水了，这时的你要么退出交易、承担潜在的损失，要么一直持有至到期。

为什么进入交易？

还有一个需要考虑的因素：为什么要进入交易？为什么你想卖出铁秃鹰期权？你在寻找月度回报？你在寻找最短的交易可能性？你在寻找最高回报的可能性吗？你的动机将决定你“为什么”进入交易。

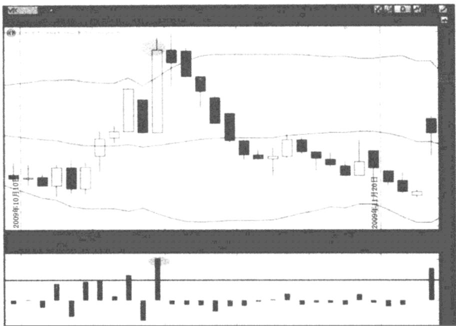
如果你的动机是追求月度回报，那么根本不要交易。你不可能迫使市场每月给予你回报，但是你可以尽量利用每个到期日卖出铁秃鹰期权。在这一情形下，你在寻找距离到期日 6～12 周的时间窗口。降幅相对较大的一天是利用更高的价格和因波动率增加而卖出的最佳机遇。经常最好出于机遇而不是需要进行交易。

因此，一个好的策略是等待以波动率指数测度的内涵波动率上升才进行交易。这一做法的假设是波动率将回复到均值，因此，你可以利用维加下跌的机遇，迅速获利。这不是利用时间衰竭相同的策略。如果其失败了，波动率交易能回复到时间衰竭交易。交易的时间距离到期日越远，维加的影响越大，但是卖出距离到期日太远的期权是有风险的，因为波动率的进一步上涨对你非常不利。

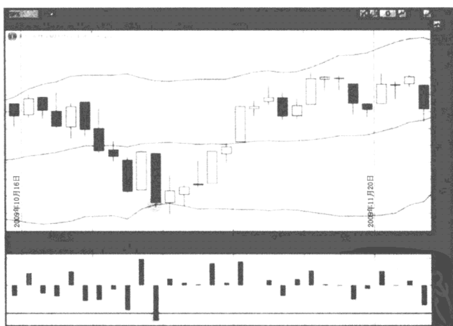
测量波动率指数大幅上涨有不同的方法：(1)波动率的大幅上涨以相对于之前几天的百分比衡量。因此，你可以设定如下的规则：如果波动率上涨 10%、20%或 30%，卖出铁秃鹰期权。你可以设定在哪里卖出，以确定交易的频率。(2)你可将标准设定为波动率指数突破布林线的上轨，在稳定的市场中，这一标准要比百分比设定的数字小得多。如果市场平静，突破布林线上轨也许不那么有用。(3)第三种方法是衡量波动率指数或标准普尔 500 指数价格变化的标准差，并决定只有在变化超过 2 个标准差时卖出。(4)最好的进入时点是同时涵盖上述几个因素。

在图 2.2 中，价格的大幅上涨和波动率指数突破布林线标志着波动率指数和标准普尔 500 指数的反转。每张图的底部，上涨都以标准差衡量。因此，波动率指数和标准普尔 500 指数相对于之前的价格运动偏离超过了 2 个标准差。它们在每张图中均突破了布林线，与 20 日移动平均线的偏离超过了 2 个标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



波动率：布林线和统计峰值



标准普尔500指数：布林线和统计峰值

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 2.2　波动率和标准普尔 500 指数峰值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔 500 指数在 10 天内从 1 040 点上涨到 1 100 点，涨幅为 5.8%，而波动率指数从 31 下跌到 23，波动率的跌幅为 25.8%。从波动率的下跌中获得的收益经常要超过由于价格的迅速运动导致的损失。如果你等待的时间太长，价格持续上涨，这样的优势就会消失，随后你将成为伽马的受害者。

这些波动率规则不太注重将距离到期日的特定天数作为进入交易的决定因素，而是更注重将波动率作为进入的信号。你也许不得不对信号迅速做出反应，以使得这一策略有效地发挥作用。交易日也许在开盘时有很大的波动率，突破布林线，价格运动显示为统计显著性，随后在交易的前半个小时消失。

犹豫不决或迟疑将丧失机遇。如果你等波动率更高再进入市场，希望有更好的价格，也许会等待很长的时间。老的格言："你不能让市场等你"，这不仅是正确的，而且是绝对和完全正确的。如果你通过时机获得最好的价格，那么你也许只是靠运气。如果你提前知道想要的价格并且得到了这一价格，则你不得不意识到这已经足够了。

交易的规则

只要耐心地等待交易，就可以有充足的时间进行选择。进入交易没有任何要求。因此，利用这一灵活性选择成功，概率最高，同时这也影响自己承担风险的交易。不考虑进入交易的标准，你还需要一组规则来指导铁秃鹰期权决策，切记所有的问题都要考虑。下面是一组无论市场好坏都有效的交易规则。

1. 交易的最低信用为 3 美元或更高，即保证金的回报率为 12%。开始时，信用越小，获得预期回报所需要的时间就越长。

2. 如有可能，德尔塔应该为 10 或更小，但是不能大于 12。你也许倾向于看技术图表，盯着支撑线和阻力线，并据此设定铁秃鹰期权。不要这么做，相信期权市场告诉你的信息。如果市场揭露一个价格的德尔塔为 10，另外一个价格的德尔塔为 18，不要认为价格将会达到 18。由于德尔塔的性质，潜在的亏损将会迅速增加。

3. 到期日必须不能接近 49 天。如果波动率在第 42 天前大幅上涨，那么考虑进行交易，但是更愿意交易到期日不到 1 个月的期权。

4. 看涨期权的做空行权价应该比现在的价格至少高 100～125 点，看跌期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的做空行权价应该比现在的价格至少低 125 点。这些数字限制了其他条件。在波动率市场上，突然的大幅运动是完全不正常的，你的行权价如果在每个方向上高出 100 点，就有了缓冲。一些人说，"市场从来不会运动 150 点"，这是不正确的。你甚至不想接近做空行权价。如果行权价目前的价格相差 50 点以内，则需要考虑仓位调整。[1]

5. 标准普尔 500 指数的交易报价是 25 美分的倍数。这是有助于交易的限制措施。既然行权价也是 25 美分的倍数，就平衡了德尔塔。如果标准普尔的点位为 1 115 点，德尔塔与你喜欢的方法不相匹配，你对市场将来的走向没有好的感觉。当标准普尔指数达到了 25 点的价格，如果价格迅速离开这一点位，就有较大的几率重新回到该点位。

6. 在波动率上涨的当天进行交易。这是经常最好考虑卖出的市场状态。然而，你仍能在对市场没有任何了解的情况下通过交易期权获利。既然你只是在交易数学，所有你需要知道的是希腊字母和你的损益。当你进行铁秃鹰期权交易时，趋势的长度和强度将给予你有价值的信息。

不能对这一策略进行回溯测试，因为你是在使用一种方法而不是一种程序反应进行交易。你的风险承受能力确定了你如何交易。没有两个人应该进行完全相同的交易，因为他们的风险承受能力是不同的。

市场处于三个方向之一：上涨、下跌或横盘。当你发现趋势的时候，趋势也许已经结束了。然而，你不能忽略明显的趋势。因此，你在不同的市场状态下该如何操作呢？

横盘市场

横盘市场是铁秃鹰期权交易者盈利最大的市场。横盘意味着市场的运动在你的铁秃鹰期权范围内，而你在交易时最接近中点。然而，根据你对交易的设置情况，市场也许会（或者也许不会）为你横盘整理。一方面，如果标准普尔 500 指数在过去的一个月内波动幅度低于 50 点，你卖出的铁秃鹰期权的波动率基于这一趋势，那么只要横盘幅度在 50 点内，一切均是有利的。另一方面，如果市场的

[1] 顺便说一下，如果标准普尔再次涨跌 600 多点，或者如果波动率跌到 10 或更低，这些规模的铁秃鹰期权显然需要重新评估，但是你获得了想法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动幅度更大，现在是 100 点，对你而言，就不再是横盘整理了。如果你在市场处于这一新的 100 点的波动幅度卖出铁秃鹰期权，对你的铁秃鹰期权来说，市场上涨并横盘整理。

因此，“横盘”市场只是相对于你设置的铁秃鹰期权及你发现自己面临的波动率环境而言的。

市场横盘的时间越长，你越应该对今后继续保持平静持怀疑态度。考虑你从市场中预期获得的东西。你想延长稳定状态，并从更加稳定的状态中获利。由于市场本质上是不稳定的，因此要求更大的稳定性，你希望市场保持不再合理的稳定状态。这也是尽可能短地呆在市场中的主要原因。在出现最大的稳定性后经常会出现大幅的波动，因为市场试图明确下一步的走向。如果你足够幸运地在做空时间框架内获得可以盈利的稳定性，那么，抓住它，不要错过这样的好运气。

上涨趋势市场

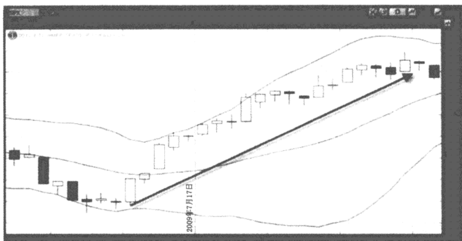
如果市场处于上升趋势，你会注意到波动率是持续下降的。这是一个好消息。坏消息是迅速大幅上涨的市场很难调整。因此，上涨是好的，但是上涨太快不好。

处于上升趋势的市场是最让人害怕的，此时交易也最难。经常害怕进入交易后，市场会迅速大幅下跌，波动率对你极为不利，因此，你在犹豫是否要进入交易。这一忧虑也是如有可能，最好等到市场下跌再进入交易的原因。你希望波动率下跌来为你提供对冲，以抵消市场迅速上涨或伽马的影响。

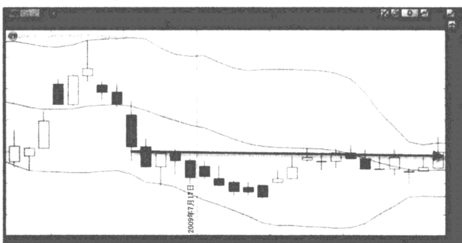
对什么是波动率没有必要再多做阐述。重要的是，不要将波动率与市场的大幅波动相混淆，尽管这是对波动率的一般理解。市场 3%的降幅可能引发波动率上涨 10%，而市场 3%的涨幅不一定导致波动率有类似的降幅。尽管严格按照价格运动的术语，这等于波动率的波动。波动率更多的是一个关于市场将下跌多少而不是上涨多少的恐慌指标。市场上涨过程中的下跌是最好的交易时机。

在图 2.3 所示的例子中，从 2009 年 7 月份起，标准普尔指数从 880 点上涨到1 000点，市场上涨了 13.6%，且超过 1 个月没有创新低。另外一方面，波动率指数从 26 降到 23。波动率和在市场上涨时的标准普尔指数的下跌负相关。波动率指数的稳定显示了没有人相信反弹。很多铁秃鹰期权的卖方因等待太长的时间也未等到回调，以至于无法从波动率的降低中获益而出现亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场在上涨



平滑的波动率

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

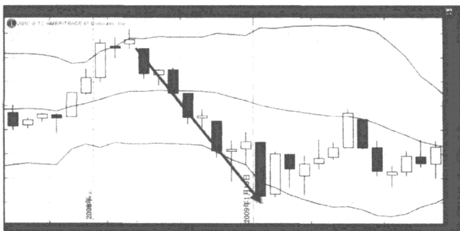
图 2.3 上涨的市场与平滑的波动率之间的比较

图 2.4 显示了相反的情形。

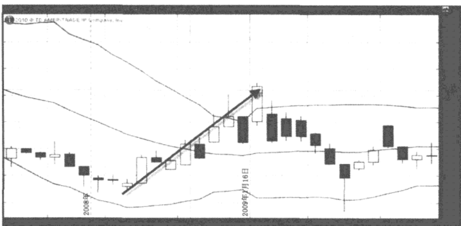
2009 年初，标准普尔指数从 920 点跌到 800 点，跌幅为 13%。波动率指数从 37 涨到 57，涨幅为 54%。因此，波动率指数也许是市场进一步下跌多少的一个好指标，尽管买方愿意支付溢价，但是波动率在市场上涨多少方面所起的作用不大。

因此，在处于上升趋势的市场中，要非常谨慎地给过度乐观的市场足够的空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场在下跌



波动率在增加

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 2.4　下跌的市场与增加的波动率之间的关系

间，以继续其乐观态势。只看希腊字母是不够的。从来不说市场“不能”做什么，正如“它不能走得更高”，终有一天，它会走得更高。

当市场持续上涨时，你也许希望在卖出前市场再次上涨 1/4。如果市场没有上涨，跌回到之前的较低的 1/4 价格，则你会将较低的 1/4 价格看做参考点。长期期待的某天大幅下跌且波动率突然上涨，也许在相当长的时间内不会发生。这是有时能将 1/4 价格看做好的进入点位的原因。尽管希望在下跌的当天进

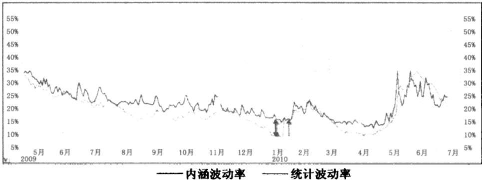
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入，但是这也许在上涨的市场中很长一段时间都不会发生。关键是假设趋势将继续，但是也假设市场能立刻跌到原来的价格。

另外，在上涨的市场中需要重要考虑的不是价格运动的趋势或强度，而是波动率的趋势和强度。在上涨的市场中，波动率也许在下降，这对铁秃鹰期权交易是利多。但是，波动率的降幅有多大呢？波动率指数会像 2009 年那样从其历史高点一路下跌，还是像 2010 年初那样从年度低点开始交易呢？因此，问题是，多大的跌幅算是波动率合理的下跌幅度呢？注意波动率水平及其趋势。

不要被低波动率立即降低了交易的概率的想法所误导。关键不是波动率是否在低位。最重要的问题是，内涵波动率是否仍高于统计波动率。

2010 年初，标准普尔指数的内涵波动率为 15 左右，但是统计波动率为 9 左右。因此，期权定价中包含的内涵波动率仍高于实际波动率。尽管波动率极低，期权卖方却在赚钱。当然，那样的情形不会一直持续下去，事实也没有持续下去。注意图 2.5 中的箭头，内涵波动率与统计波动率之间的缺口是如何迅速填平的。如果你选择在那样的环境中交易，则必须准备好在获利时迅速退出市场。



资料来源：OptionVue 6。

图 2.5 内涵波动率与统计波动率之间的缺口

下降趋势市场

在处于下降趋势的市场上，你不想太快地进入交易，你想尽可能地在波动率顶点卖出。当然，你不能掌握市场时机。如果市场开始下跌，则经常有迅速反弹的几率。理想的情形是波动率的标准差上涨，且突破了布林线。没有任何担保，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大幅运动也许只会诱发下一次大幅上涨，但是没有完美的进入点，只有较好的进入点。

曲线形状

自然的倾向是目前的价格与两只翅膀的距离相同，如果在两个方向上均为125点，则进行交易。这使得铁秃鹰期权本质上是市场中性交易，但是不会使其成为德尔塔中性交易，从期权的角度看，是真正的方向中性。遵守在1/4的价位行权及在德尔塔为10时进行交易的规则，将在市场形势变化时获得有利的损益。

在图 2. 6 显示的例子中，铁秃鹰期权交易中卖出 825/850 看跌期权和 1 125/1 150 看涨期权，德尔塔大约为 10。

Options	AUG <49>			
1250 calls				
1225 calls	0.20	20.8%		0.05
1200 calls	0.30	19.7%		0.38
1175 calls	0.45	18.7%		1.67
1150 calls	1.45	19.9%	+10	4.85
1125 calls	3.40	20.8%	-10	10.5
1100 calls	7.50	22.2%		18.6
900 puts	12.00	35.8%		-16.4
875 puts	9.00	37.4%		-12.7
850 puts	6.70	39.0%	-10	-9.71
825 puts	5.00	40.7%	+10	-7.42
800 puts	3.70	42.3%		-5.66
775 puts	2.65	43.7%		-4.32
750 puts	1.95	45.5%		-3.29

资料来源：OptionVue 6。

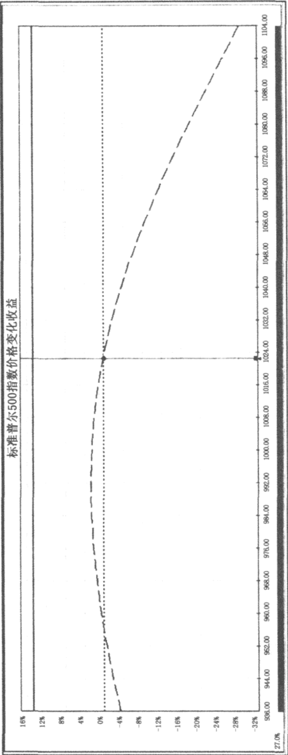
图 2.6　德尔塔为 10 的铁秃鹰期权

图 2.7 显示了这一交易的损益情况。点线上的小黑球代表了进入铁秃鹰期权的价格和价值——0 美元。在你卖出铁秃鹰期权后，如果市场价格上涨，仓位则开始失去价值；如果市场价格下跌，球则沿着曲线上行，获得价值。这个模型假设波动率在整个过程中完全相同。

事实与此不同。如果市场下跌 2%，波动率上涨 2%，则会如何？曲线将向下移动，但是球沿着曲线向上移动。图 2.8 显示了盈亏平衡是净影响，尽管市场下跌，波动率上涨。

另一方面，如果市场上涨 2%，你也许预期波动率将下跌 2%。图 2.9 的曲

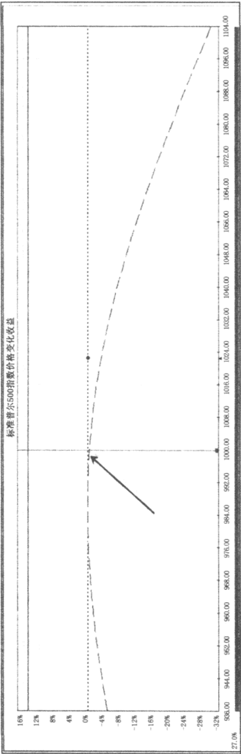
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 2.7 价值为0时的铁秃鹰期权

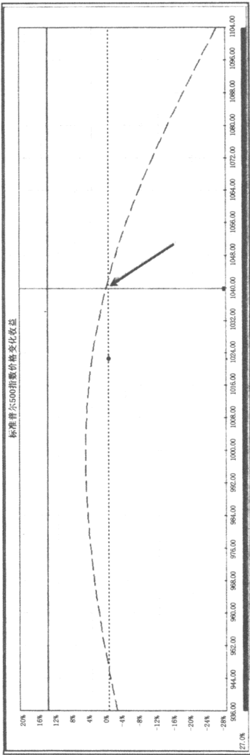
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 2.8　当内涵波动率上涨并盈亏平衡时，损益曲线下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图2.9 当内涵波动率下降并盈亏平衡时，损益曲线上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线显示，随着标准普尔 500 指数价格上涨，铁秃鹰期权将会亏损，因为球沿着曲线向下移动。然而，随着波动率下降，曲线向上移动，提供了在标准普尔指数上涨时对冲损失的机会。

设置你的交易，以使价格正好处于铁秃鹰期权的中点，以避免在另外的下跌中使你处于不利地位。另一方面，下降的波动率也应该在市场上涨时掩护你。由于这一动态，在整个交易周期中适当地频繁交易也许仍会有积极的效果。

期权从三个维度，即时间、价格和波动率的变化，最好理解。图是二维的，但是加上波动率会出现多种可能的结果。好的期权软件有助于你根据不同的情形，分析所有可能的结果。

在接下来的一章中，这些规则将在最好和最差的市场上运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　交易日志

使用与德尔塔相关的、内在的概率，任何两只翅膀相距足够远的铁秃鹰期权经常都会赚钱。一些交易者卖出期权，只是等其到期，因为其有较高的盈利概率。他们也接受暂时的亏损，但是他们投入的承受风险的资金如此小，以至于他们不关心暂时的盈亏，只要盈利超过亏损就行。

本书中建议的管理方法与一般的方法截然不同。其他的方法也可以提高盈利的概率。首先是耐心地等待合适的机遇进行交易，让趋势顺其自然发展，等待市场稳定。对波动率的深入理解也能提高成功的几率，因为概率有误导作用。最后，没有比在机遇出现时以争取获利来提高成功的概率有更好的方法。

铁秃鹰期权倾向于再额外等一天或一周来争取获得更多的利润。你退出的每个交易几乎都有可能做得更好，也许能获得 2 倍的收益，有时只要再等一两天。另外一个方面，你可能看到盈利减少直至亏损，随后会仓促地做防御性的调整以便为交易增加几周的时间。只有少数交易真正有危险，值得你保持谨慎。如果你在一次交易中亏损 50％或 100％，获得 40％的回报则没有意义。好的经验法则是：不要试图盯着市场，因为市场从来不眨眼。

将赢家与输家区分开的是退出策略。效果最好的退出策略是返还了几乎所有的信用。如果你最初获得了 16％的信用，随后则只获得了 3％、4％或 5％的信用，你返还了大多数潜在的盈利。不考虑市场的方向，你做了多少个交易能在几天内持续盈利 3％？

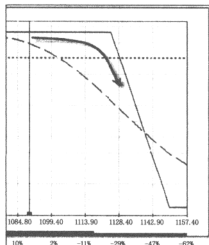
持有至到期

为什么不持有至到期呢？一个原因是伽马。可以将伽马看做滑梯，滑梯越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陡,你亏损的速度越快。伽马能使交易迅速进行,但对你不利。

在图 3.1 所示的情形中,离到期日只有 5 天的时间。市场在 1 090 点,结清头寸可以盈利 9%。持有至到期日,信用将是 15%。如果价格上涨 10 点,仓位将变得一文不值;如果上涨 20 点,仓位的价值是一10%。如果出现了这样的情形,则你的做空行权价在 15 点以内,只有 5 天的时间,你会亏掉全部的资金。



资料来源:OptionVue 6。

图 3.1 伽马滑梯

这是一个一般的例子,因为波动率没有变化。当你行权结清头寸时,波动率在到期日这周下降的积极影响是没有意义的。事实上,尽管波动率上涨而不下跌,市场由于看涨期权强劲的买盘而上涨,价格仍在上涨。

市场下跌的速度通常比上涨的速度更快,那么,如果市场突然下跌会发生什么呢? 波动率上涨,损益曲线下降,滑梯像图 3.1 那样下降。这张图只是理论模型,不能反映现实。实际上,不是下跌 10%,可能会下跌 30%、40%,甚至更多。

切记,在你结清铁秃鹰期权头寸时,你是买方。鞋子现在在另外一只脚上。如果市场崩盘,卖方准备利用这一形势,则不会便宜地卖出期权。卖方知道时间对你不利,你选择买方的时间是有限的。如果你能避免这样的情形,你不想处于其中。

另外一个原因是,你现在完全是市场的受害者,时间不再是你的朋友。时间衰竭的速度在到期的那个星期会迅速加快,但是,如果市场突破了你的行权价中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一个，并维持不动，所有的潜在的时间衰竭会变得没有意义。在博弈的晚期，没有调整价差这样的防御性策略。你要么承担亏损，要么祈祷市场会按照你预期的方向运行。将祈祷作为风险管理策略是另外一本书的主题。

星期五到期

一种错误的看法是，即股票期权以星期五收盘时的到期价格清算。事实不是这样的。股票期权实际上在星期六清算。股票在市场收盘后继续交易，价格的运动速度仍很快。你在收盘后不能再交易期权，因此，如果在收盘后有任何消息，你则是潜在的受害者。

像标准普尔 500 指数，潜在的结果会更糟。你能交易标准普尔 500 指数的最后时间是到期这周的星期四，东部时间 16:15。然而，标准普尔 500 指数在星期五之前不会以收盘价结算。在星期五什么时候呢？有一些困难。标准普尔指数的所有成分股不得不在得出其期权到期日的结算价前开始交易。由于一共有 500 家公司，因而在开盘后要花费半个小时或更多时间结算。这意味着无论你卖出什么期权，均受星期四美国东部时间 16:15 到星期五之间有结算价格时的消息和市场力量的影响。观察市场如何在开盘时频繁地在一个方向波动，半个小时后迅速反弹。这不是同时发生的。对于罗素2 000指数来说，清算可以全天进行。想象一下，等待一天发现你的看涨期权是价内还是价外的情形。

退出交易的参数

如果你在退出交易时赚钱了，那么没有实现的收益和亏损并没有意义。如果你能花掉，它就是你的；否则就不是你的。只有四个因素指导你的退出策略。

第一个因素是盈利。在你决定获得多少盈利后，你能在获得这样的盈利后坚决退出交易。事实上，你最好设置以特定的价格买入来结清铁秃鹰期权的限价委托订单——在你开立铁秃鹰期权头寸后至撤销前有效(Good Until Cancelled, GTC)。如果你提前做出决定，则你保证自己不会呆在交易中太长时间。

如果你提前设置了限价委托订单，则交易中不会面临太大的压力。很多交易者犯的错误是不知道自己的确切需要。优柔寡断意味着你一直在做决定。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的每个时刻都要做出决策。我应该现在退出吗？是现在吗？是现在吗？优柔寡断本身就是决定，只不过是错误的决定。

如果市场看起来朝着对你有利的方向运行，则在开盘前应提前设置限价委托订单。一些交易者把前半个小时作为交易的“业余时间”。也许对那些面临趋势迅速展开而出现跳空困境的股票交易者来说，这是正确的，但是对交易西塔、德尔塔、伽马和维加的期权交易者来说，这是进入交易和退出交易的机遇。

第二个因素是距离到期日有多长时间。一般来说，买入到期前近 1 个月的铁秃鹰期权。当然，这正好与多数交易者的行为相反，他们喜欢在到期前 1 个月卖出。区别在于，你的铁秃鹰期权的两只翅膀间的距离足够大，确保市场发生突然运动时有更好的防御头寸。你也想在自己退出交易时退出，而不是因为你看到了日历上的到期日。如果由于市场运动对你不利，你确实想用更长的时间进行交易，最后一个月的时间价值迅速递减就会成为你的朋友。

第三个因素是你应该在损益曲线的什么位置。你处于盈亏平衡点？还是中点？在头寸从盈亏平衡向盈利区运动时获利回吐。不要犹豫。价格能运动到盈利区域后迅速反弹回去。你经常失望地发现，由于太早退出而没有赚到更多的钱。那只是人类的天性。但是这一失望不能与在头寸开始亏损时没有获利了结的后悔相比。你不会因获利回吐而破产。

最后也是最重要的因素是资本保值。当你卖出期权时，你的目标当然是赚钱。如果在交易过程中由于市场的运动对你不利，则你不得不进行调整，你的第一个选择是尽可能地在盈亏平衡点结清头寸。按照亏损和时间来衡量，也存在一个没有回报的点。你愿意等待多长的时间来承担 10%的亏损？或者是 15%？抑或是更多？调整能保护铁秃鹰期权的头寸，但是有时候甚至不起作用。你不会每次都正确，你不得不为偶然的亏损做准备。如果你坚持盈利 100%，那么最终会失去一切。很多的小额盈利与偶然的小额亏损是长期成功的关键。

调 整

铁秃鹰两侧的价值表现就像跷跷板一样。当市场下跌时，看跌期权价差的价值迅速增加，看涨期权价差的价值迅速消失。你遇到的问题是看涨期权价差的价值只能跌到 0，而看跌期权价差的价值上涨的幅度远大于看涨期权价差下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌的幅度。

实际交易日志

理论已经足够了。现在让我们回到本书作者执行的实际交易。这些交易有的是对的，有的是错的。既然市场在 2008～2010 年之间极度不均衡，你就不必涵盖容易交易和困难交易的全部变化。一些研究表明，最近参与高频交易的交易者的增加提高了那段时期的市场波动率，因此，波动的市场在任何情况下均是较好的指南。当你经历了交易的每个过程后，你会发现如何保护本金及赚取利润。

完美的交易

不幸的是，直到交易结束，也不能确定完美的交易，但是你能寻找最有利的条件。因此，完美的交易看起来是什么样的呢？你会看到市场横盘整理，同时波动率也在下降。这一组合的结果导致在进入交易后短期内获得较大的回报。

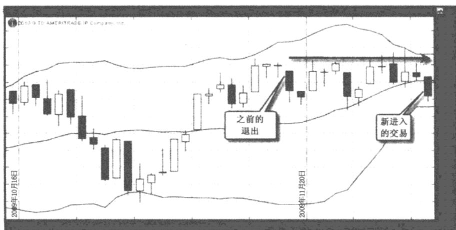
横盘市场

2009 年 12 月，市场横盘整理。假设你最近于 11 月退出了交易，正在寻找进入市场的机遇。你在寻找市场下跌，以期利用波动率上升的机遇。图 3.2 显示了值得观察的走势。

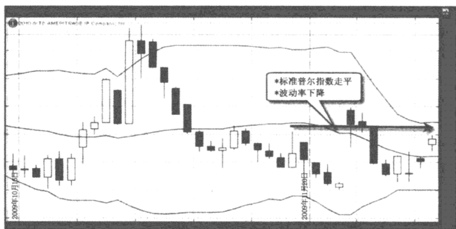
由于假期和接近年底，你会迫切地在 12 月迅速回到市场。所有那些度假的天数也包括在时间衰竭的范围内，因此你不想错过这一机遇。波动率指数走势图显示，你也许已经错过了很好的利用波动率突然上涨的机遇，当时波动率跳空高开。然而，你想看看第二天是否有追盘的机会，这从来不会发生。最后，12 月 8 日，市场小幅下跌，波动率指数上涨到 24，你原本可以卖出 2 月的铁秃鹰期权，获得边际资本 18％的信用。

这一设计是不错的，然而，执行起来效果不是很理想。为什么？根据图 3.3 可知，卖出的看跌期权的德尔塔是 17.4 而不是 10，这违背了德尔塔小于或等于 10 的规则。你卖出的看涨期权的德尔塔是 7。由于 3 月的低点是 666 点，市场炙手可热，你应该更加关注看涨期权而不是看跌期权。你也应该预计到，交易者已在假期前对期权价值打了折扣，因此使得内涵波动率和期权价格下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准普尔500指数



波动率指数

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 3.2　标准普尔 500 指数横盘和波动率指数横盘

一些交易者称周末和假期为“免费日”，因为他们获得了时间衰竭的好处而不用进行任何交易。不幸的是，天下没有免费的午餐。如果周末发生了大的事件——通常是政府干预，市场会在假期后开盘时为这两三天的消息进行定价。因此，那些日子不是免费的。你唯一拥有的优势也是非常重要的优势是，当西塔的时间衰竭在期权的价格中打折时，正好在长周末前买入来结清头寸。价格在星期五的中午或假期的前一天开始下跌，有可能在交易日的最后几分钟迅速下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Options	FEB <73>			
1375 calls				
1350 calls	0.40	21.0%		0.06
1325 calls	0.95	22.0%		0.23
1300 calls	0.55	18.5%		0.69
1275 calls	0.75	17.7%		1.74
1250 calls	1.45	17.8%	+4	3.78
1225 calls	2.85	18.1%	-4	7.23
1200 calls	5.10	18.3%		12.4
1175 calls	9.50	19.2%		19.3
1025 puts	22.70	25.1%		-28.2
1000 puts	17.50	26.5%		-22.2
975 puts	13.70	27.9%	-4	-17.4
950 puts	10.60	29.3%	+4	-13.6
925 puts	7.90	30.4%		-10.6
900 puts	6.00	31.7%		-8.25
875 puts	4.50	33.0%		-6.44
850 puts	3.80	35.1%		-5.03

资料来源：OptionVue 6。

图 3.3　看跌期权具有较高德尔塔的铁秃鹰期权交易

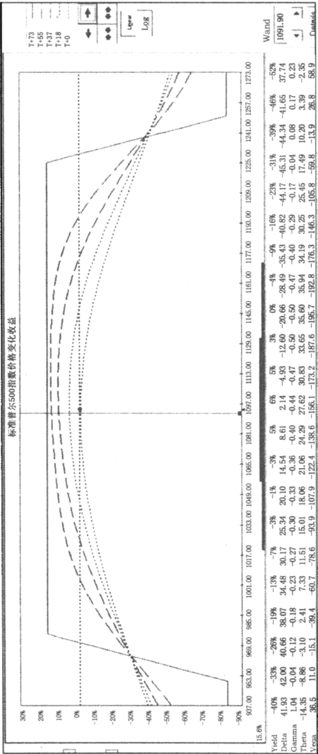
跌，尤其是 16:00 后的 15 分钟。另外，长周末的时间衰竭是努力在假期前 2～3 天和长周末开始降低期权价格前卖出铁秃鹰期权。

你在寻找卖出铁秃鹰期权后 2～4 周及距离到期日至少 1 个月的期权来结清头寸的机遇。看一下图 3.4，18 天后你将正好实现获利 4%的其他目标。虽然这是任何事情都会发生的一个理论模型，但是至少你对交易的进展有感觉。

条件证明是完美的。市场持续横盘，对铁秃鹰期权经常是有利的。另外，波动率指数从 24 降到 20。在图 3.4 中，理论模型预测的最大利润是 18 天后获利 6%。相反，如图 3.5 所示，12 月 20 日后的 12 天，你买入来结清铁秃鹰期权，获利 8%。这是怎么实现的呢？二维图表中没有说明的第三个维度是波动率。波动率的下降使得损益曲线上升，导致了更高和更快的回报。

下一个问题是，为什么要持有头寸？假期即将来临，市场将休市。你可以利用休息日来获取额外的时间价值。回顾过去（经常是回顾过去），你原本应该持有头寸，赚取更多的钱。但是，你在 12 天内锁定 8%的收益，即抓住了此次铁秃鹰期权所有可能盈利的 44%。当你进入铁秃鹰期权时，距离到期日还有 73 天，

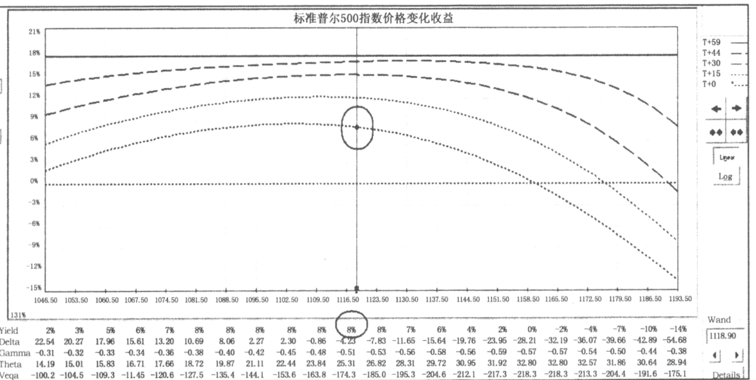
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 3.4 73天的铁秃鹰期权交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 3.5　内涵波动率下降导致利润加速上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

距离到期日 12 天时退出，意味着你呆在交易中的时间只有铁秃鹰期权整个生命周期的 16%。为什么要让自己面临持续的市场风险？在假期中，那些可能发生的大事(记得柏林墙的倒塌吗?)也让你容易受到伤害。那不是免费的日子。没有人能解释它们何时会获利。

下降市场的伟大交易

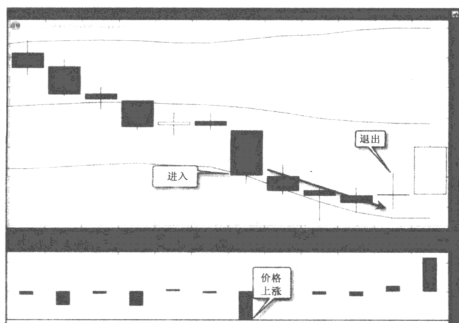
图 3.6 显示了一个能完美地接近交易规则的交易。2010 年 6 月 29 日，标准普尔指数下跌了 3%。波动率指数从 29 涨到 35，涨幅大约为 20%。波动率和标准普尔 500 指数上涨也超过了 2 个标准差。标准普尔指数下跌到 1 045 点。你卖出 8 月的 875/900 看跌期权(相差 150 点)和 1 175/1 200 看涨期权(相差 125 点)，距离到期日还有 52 天。900 点的德尔塔为 13，1 175 点的德尔塔大约为 7。经常要给自己留下反转的空间。

少数几个因素使得这一交易成功，关键是波动率非同寻常地下降。图 3.6 中，在你进入交易后，标准普尔指数和波动率均为下降。一般来说，当标准普尔指数持续下跌时，波动率指数应该持续下降，尤其是当市场持续冲击年度低点时。相反，在市场下跌时，波动率指数下跌。随着市场继续下跌 30 点，铁秃鹰期权获利。这一交易在 7 月 4 日周末前的星期三进入，因此是一个完美的机遇。长周末后的星期二，市场开盘时反弹。你获得不菲的利润。

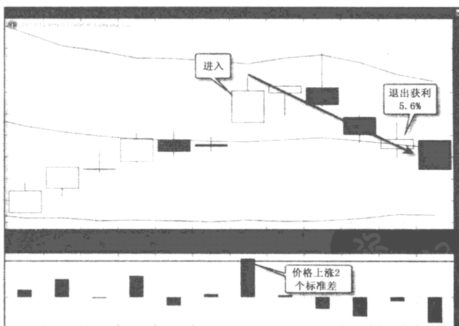
其他因素是进入交易时不确定性非常高。进行交易最不稳定的时间是交易日的第一个小时和最后一个小时。第一个小时的强势反转是不常见的。因此，在市场看盘大幅下跌时，经常有可能强势上涨。由于这一不确定性，你能从买入价差中获得的收益要大于当天任一时点所能带来的收益。事实上，头寸在收盘时已经盈利 1%～2%。你原本能在收盘时获利回吐，退出交易。

获得目标利润后尽快退出是最初的目标。在你结束交易的当天，市场上涨 20 点，随后一路下跌，在这样的情况下，你在当天结束时不可能获得与早上相同的利润。早上跳空反弹给看跌期权施加了很大的压力，随着看跌期权价格的下跌，其能获得大多数利润。当反弹失败时，看跌期权的价格正好上涨。如果你已经在当天退出了交易，你会为自己感到羞耻，尤其是当市场在接下来的一天继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准普尔500指数



波动率指数

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 3.6　市场下跌和波动率下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

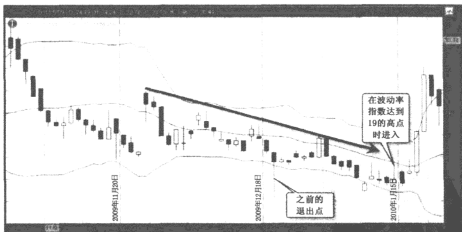
下跌时。市场在接下来的 6 天里继续上涨。事后诸葛是容易的。市场通常会惩罚你的预测。

实际上，当天第一个小时的交易盈利最快。经济数据通常在市场开盘前 1 个小时或开盘后半个小时公布。市场开盘前 1 个小时公布的消息所带来的全部影响在市场开盘时已经被消化得差不多了。如果是坏消息，那么你可以利用市场稳定前明显的波动率的优势；如果是好消息，那么你会在市场变化前获得利润。你如果错过了第一个小时，通常就错过了机遇。

不那么完美的交易

等待波动率上涨，并将其作为卖出铁秃鹰期权的信号，其不利之处是，波动率的频繁上涨是交易者恐慌导致的新的上涨的开始。没有办法从一开始就知道其走势，有时你只是碰巧赶上。

2010 年 1 月 15 日，卖出期权的新的进入点出现了。你在 2009 年 12 月 22 日结清了之前的头寸，已经花了近 1 个月的时间，等待机遇的出现。实际上，之前的市场运动对铁秃鹰期权非常好。标准普尔指数缓慢地从前期的 1 114 点涨到了 1 133 点。图 3.7 显示了波动率指数的走势。

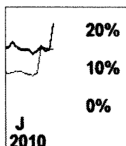


资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 3.7　市场上涨前下跌中的交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在波动率指数从 15 上涨到 19 时，你卖出铁秃鹰期权。感觉这是一次大的波动——由内涵波动率从 10 涨到 20 所证实，创造了一个新的、有利的统计波动率缺口（如图 3.8 所示）。因此，交易看起来非常好。你卖出 3 月的 975/1 000 看跌期权和 1 175/1 200 看涨期权，距离到期日有 63 天，信用为 14%。看涨期权的德尔塔为 10，看跌期权的德尔塔为 11。



资料来源：OptionVue 6。

图 3.8 波动率缺口

在接下来的 4 个交易日，波动率指数从 19 涨到 28，涨幅为 47.4%，标准普尔指数下跌到 1 095 点。你开始认为，如果需要买入看跌期权价差，并以较低的行权价再次卖出，这也许是一个增加更多信用的好时机。因此，你用 0.50 美元买入自己以 2 美元卖出的看涨期权价差，兑现 1.50 美元的信用，以另外的 1.35 美元卖出 1 200/1 225 看涨期权价差。1 200 点的德尔塔只有 6，因此，即便你将看涨期权的价差缩小 50 点，期权市场告诉你，仍然没有太大的风险。

距离 1 月 28 日不到一周，标准普尔指数进一步下跌至 1 085 点的低点，波动率指数上涨到 26 点的高点。推动市场下跌的重大消息是害怕希腊违约及欧元购买力的贬损。这一类的消息是最让人担心的。不是一家公司或一个板块，而是所有主要的货币都存在风险。你的铁秃鹰期权看起来是为这一类市场构建的，波动率指数的上涨显然反映了市场的破坏程度。市场看起来会继续下跌。你明智地决定在盈亏平衡点结束交易，无意中在整个交易中获利 0.5%。“活下来为明天战斗”是一个可以接受的策略。

接下来的一天，市场下跌得更厉害，你进入市场，在市场处于 1 075 点附近时卖出 3 月距离到期日还有 49 天的 925/950 看跌期权（德尔塔为 11）和 1 175/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 200看涨期权(德尔塔为 8)。这一交易与你在前一天刚退出的交易的主要差别不只是行权价,而是这一期权是在波动率指数为 26 而不是之前 19 时卖出的。卖出更高的波动率指数要比卖出较低的波动率指数好。

2 月 16 日,波动率指数下降到 22(－15%),标准普尔指数仍为 1 075 点。你买入并结清铁秃鹰期权,获利 6%。尽早退出看起来疲软的交易,在波动率指数更加有利时买入使得交易更简单,因为你利用的是波动率下降和时间衰竭的双重机遇而不只是时间衰竭。

一切都错了

对希腊债务违约的恐慌过去了,市场再次平静下来。问题是,市场波动率处于低位和市场上涨将会维持多久？事实证明,如果你想每次等待波动率上涨 20%才进行交易,那么你也许会有一段时间不进行交易。

这一交易似乎一切顺利。标准普尔指数在 4 月 16 日下跌 2%。与之前的 20 个交易日相比,这一下跌幅度比 3 个标准差还要大。波动率从 16 上涨到接近 20,看起来涨幅似乎不是很大,但是几乎有 5 个标准差的涨幅,价格水平也接近布林线的上轨。一切看起来都很完美。但是你不相信市场。波动率指数仍很低,你不想再次从铁秃鹰期权交易中获得很小的利润。

因此,你在寻找更加有利的形势。通常,你交易距离到期日不到 2 个半月的期权,因为你知道距离到期日越远,铁秃鹰期权对波动率的涨幅就越敏感。问题是你不能从你想卖掉的铁秃鹰期权规模中获得溢价。检查一下清单,标准普尔指数在 1 190～1 200 点附近徘徊,看涨期权的做空行权价的距离大约是 125 点,看跌期权的较短行权价的距离是 150 点,你想获得至少 3 美元的信用。6 月 1 050期权(还有 63 天到期)的德尔塔是 10,产生的信用大约是 1.50 美元,1 300 看涨期权的德尔塔是 6,获得的信用大约是 1 美元,这样一共获得信用 2.50 美元。这一较低的信用是你从一开始就关注的,也是你不喜欢在市场中看到的情形。你不想让看涨期权的行权价更低,因为市场几天前刚冲击 1 220 高点,任何低于 1 300 点的行权价都太近了。切记,没有足够的空间,价格也许不会突破行权价。你不想市场的走向接近铁秃鹰期权的翅膀。50 点是能够忍受的较短行权价的最大距离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，你做了很少会做的事：卖出距离到期日 3 个月的铁秃鹰期权。这样做的原因是，如果在实际上涨时卖出铁秃鹰期权，波动率指数随后的回调会迅速创造收益。因此，你卖出 7 月 1 025/1 050 和 1 325/1 350 铁秃鹰期权，获得的信用为 3.30 美元(13%)。

市场在接下来的几天证明你是正确的。你在接下来的两三天买入看涨期权来结清铁秃鹰期权头寸，迅速获利 2%。你根据期权损益曲线，认为你需要的只是再等几天就可以获利 4%。你完全错了。

从期权买方的角度而言，接下来最糟糕的是 2008 年的崩盘。波动率指数达到了有史以来的最大 2 周涨幅。波动率指数在接下来的一个月从 19 涨到 48，涨幅为 153%。随后的故事根据图 3.9 进行展开。

之前搁置的希腊问题导致了报复性下跌，欧元开始承受巨大的贬值压力。货币的价格对世界各地的公司立即产生影响，市场不能忽略其影响。还有其他的因素，如政府停止购买国债，市场超买，完全缺乏做空机制。这些都到了紧急关头。

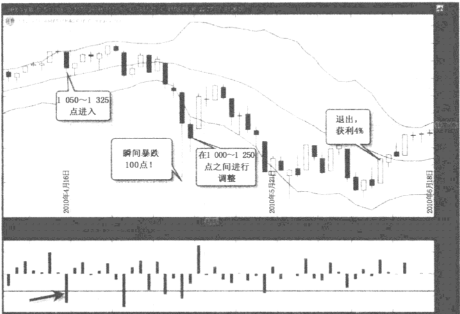
如果这些坏消息还不够，还有声名狼藉的"瞬间暴跌"。当天市场已经下跌了 40 点，瞬间几乎下跌了 60 点，随后在 15 分钟内又收复了所有失地。市场在 5 分钟内冲击 1 056 点，你的做空行权价是 1 050 点。当市场这样大幅下跌时，至少在短时间内没有任何调整或采取其他措施。另外的关注点是，是否立即调整是崩盘的真正原因。有猜测认为，实际上是计算机的错误导致了这一结果，每个人都期待市场在接下来的一天会如何演绎。

下面是我写给客户的一封真实的邮件：

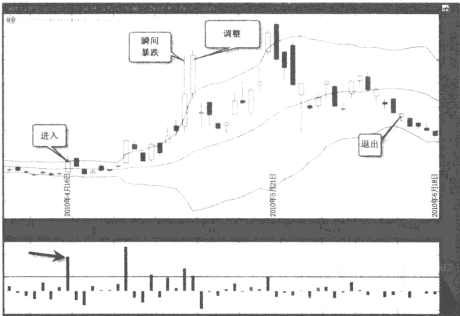
对市场来说，今天是"有趣"的一天。以 1 128 点收盘，跌幅为 38 点。这实际上是不错的。市场会再次调整。但是，使问题更加糟糕的是，交易者的错误促使市场下跌 100 点，到 1 056 点。太疯狂了，市场在 15 分钟内下跌 60 点，之后又收复失地。全世界的交易者因此倒吸一口凉气。

即便面临这一糟糕的情形，我也不担心，因为我们的交易有两个关键因素：(1)我们还有 70 天到期；(2)我们交易的是欧式期权，这意味着我们实际上只有在决定行权时才会承担亏损。除了到期日外，没有人能迫使我们行权。距离到期的时间及合约的类型给予我们成功交易所需的时间、安全程度和可操作性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准普尔500指数



波动率指数

资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 3.9　瞬间暴跌期间的交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们接下来该怎么做呢?

就我个人而言,我将这次下跌看做机遇。下跌的市场实际上要比上涨的市场好应对。我的计划是,买入并结清 1 325 合约,获得不错的利润,再次以 1 250 或 1 275 卖出,获得额外的信用。我也能用部分信用来利用 1 050 下跌到 1 025 的机遇买入期权。这次交易的波动率如此之高,当市场平静下来时,我们能比我们想象的还要快的速度获利。那些跟随我度过市场突然变化的人都知道,我一直做这样的交易都有较高的成功率。

之所以你能经受住这一恐怖的、过山车般的跌幅的考验,是因为你在进入交易后坚持规则。为了获得 3 美元或 12%的信用,你的两只期权的行权价必须更加接近。关注交易的信用及其大小使得你不会在这一交易中亏损。想象一下,在如此低的波动率下交易 4 周或 5 周的铁秃鹰期权,你的资金将会消耗殆尽。

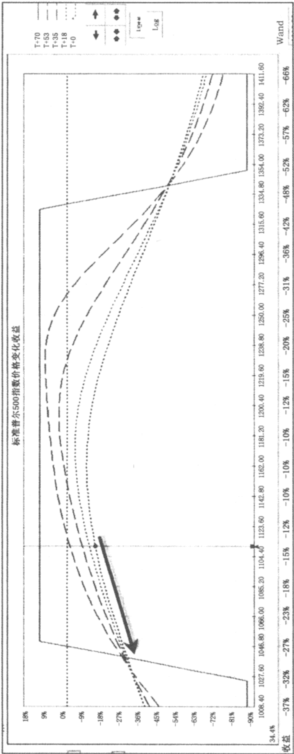
接下来的一天是星期五。标准普尔指数收于 1 100 点,与看跌期权的行权价 1 050 点相差 50 点,距离到期日还有 70 天。50 点通常是你喜欢的两只翅膀的距离。不管距离到期日还有多长时间,但这是自己的决定。市场会在接下来的一天反弹或继续下跌。另外,将进入周末,你有强烈的感觉,代表欧元的一些政府干预将会创造强劲的反弹。

你真的洞悉未来吗?绝对是一无所知。与往常一样,你能做的就是面临合适的机遇时进行交易。货币的潜在崩溃是系统问题,星期一上午一开盘,另外一个重大的利空消息使得市场下跌完全是有可能的。

就在即将收盘前,市场最糟的情形是,期权的价格达到最高点,你决定不得不做调整。你对当天迅速反转的希望破灭了。资本保值的优先级超过了一切。当然,市场能在星期一回暖,但是 1 050 点时的德尔塔已经接近 30,伽马每增加 1 点,亏损将会迅速增加(如图 3. 10 所示)。此外,市场下跌时波动率的增加将使得损益曲线进一步下降,亏损的程度要比理论模型预测的更大。

你还面临另外一个糟糕的事实。你的 1 325/1 350 看涨期权的价值几乎为 0。显然,价差的价值上涨的幅度要大于下跌的幅度,因为价值只能下跌到 0。当价差低于 50 美分时,你距离到期日还有几个星期,作为套期保值的价差,有效性迅速消失。不能成为好的套期保值工具有两个原因:首先是价格套期保值的优先性,因为任何大于 50 美分的价差的增加都没有得到套期保值,铁秃鹰期权本质上是从那一时点开始的方向性交易,上述例子正好反映了这一情形。其次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 3.10 伽马下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是德尔塔。当德尔塔低于5时，波动距离5个德尔塔越远，套期保值的影响消失得越快。看涨期权价差的价值越小，对头寸的破坏力就越大，如果另外一个方向的波动强烈，看跌期权价差价值的增加没有受到看涨期权价差套期保值的影响。

再次调整铁秃鹰期权的头寸，因此，价格更加集中。你买入并结清 1 325/1 350看涨期权，卖出更低的 1 250/1 275 看涨期权，获得信用 2.10 美元。使用更低的看涨期权获得信用，买入并结清 1 025/1 050 看跌期权，同时卖出 975/1 000看跌期权，支出 2 美元。图 3.11 显示了你对头寸的调整情况。

随着新价差的出现，整个铁秃鹰期权的风险转移了。本质上，你为自己买入 50 多点，或市场再运动 5%，这是在从 1 220 的高点下跌到 1 100 点，即已经下跌了 10%后的情形。因此，市场不得不从高点到低点经历 20%的跌幅，以冲击你的卖空行权价。这样的跌幅不再发生，但是如果再次发生，你能再次度过整个过程，通过买入来结清看涨期权价差，卖出更低的看涨期权，随后对看跌期权价差做出同样的操作来转移铁秃鹰期权的风险。

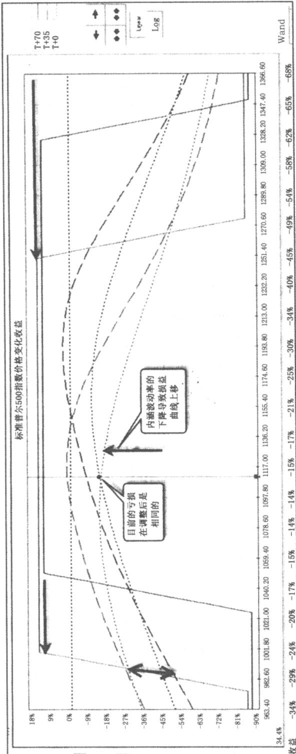
维加是交易距离到期日还有 90 天的铁秃鹰期权最大的风险。当市场下跌时，你需要太长的时间来积累任何有意义的时间衰竭，以抵消波动率上涨对铁秃鹰期权的影响。一方面，如果市场稳定下来，波动率下降，看跌期权的价格也会迅速下降，损益曲线开始向上移动，形势对交易有利。无论如何，你都准备以更长的时间继续进行这一交易，即便波动率由于账面亏损 15%而下降。另外一方面，如果你选择买入来结清铁秃鹰期权，你将在结清期权时锁定 15%的亏损。在铁秃鹰期权能再次回到盈亏平衡点之前，时间衰竭和/或波动率不得不首先弥补亏损，这需要时间。

下面是我在对这次交易进行调整后写给客户的一封电子邮件：

我只是想在周末之前尽快写一封电子邮件来安慰你这个家伙。我将 1 325 期权转换为 1 250 期权，使用从这一交易中赚到的钱将 1 050 期权转换为 1 000 期权。这最终像是一只新的铁秃鹰期权，因此，我们会在这一交易中呆一段时间。

如果市场再次大幅下跌，我会再次转移头寸。

如果市场在接下来的一个星期由于某种原因上涨，波动率会下降，这对我的头寸有利，我相信我们的高点仍然要高于年度高点。如果市场跌到了 1 000 点，就会回到 8 月的市场价格，这是一个相当大的跌幅。我们已经在大约一个星期下跌了 10%。我认为我们最好呆在交易中。



资料来源：OptionVue 6。

图 3.11　调整铁秃鹰期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的直觉告诉我，市场在星期一将上涨，我们的 1 050 目标位是可以的。但是，我只根据眼前的事实而不是自己认为的情形在进行交易。

顺便说一下，我对星期一看盘价的预测是完全正确的。在接下来的 3 天里，市场反弹到了 1 173。我如果呆在交易中，应该会获利退出。如果市场下跌而不是上涨，我如何解释自己有机会进行调整却调整失败呢?

伽马下跌的费用会使得调整的费用以指数形式上涨，要求你更接近地买入期权，或使用部分或全部最初获得的信用来做出调整，以保护本金。所有这些均要求保留尽可能接近到期日的头寸。

市场在接下来的一个月持续大幅波动，但是波动率开始下降。标准普尔指数最终达到了 1 040 的低点，但是到那个时候，时间衰竭侵蚀了铁秃鹰期权的价值，当达到低点时，你的账面亏损甚至低于之前的账面亏损。最终，反弹和波动率下降相互作用，7 个星期后你以获利 4%退出。对我来说，这是我在市场中呆的时间最长的一次交易，当时处于非常困难的时期。如果你呆在这一交易中，最终就会赚更多的利润。

让我们评估使得这一交易生效的因素:(1)确保铁秃鹰期权的范围较大;(2)以25 美分行权价交易;(3)卖出 10 个德尔塔的期权;(4)确保初始信用处于高位;(5)确保对铁秃鹰期权进行合适的调整以保护本金。

多数因素是之前两章阐明的进入规则。一些人也许会说，波动率指数太低了，本不应该进行交易。这一批评的假设是，波动率在近期内将不可避免地升高。波动率在长期内越来越低，会错过很多机遇。唯一不同的是，由于距离到期日太远而能迅速获利，交易仍对维加风险非常敏感。事后诸葛经常能够做出容易的交易。

丑陋的交易——2008 年崩盘

很多交易者使用进入和退出交易的规则回测策略，随后观察每年的结果。由于波动率受到恐慌的主观限定，进入和退出交易在某种程度上是主观的。这使得回测难以量化这些铁秃鹰期权交易。指南提供了关于铁秃鹰期权应该如何操作:何时应该卖出，何时进行调整以及获利回吐的条件。每个交易者都有不同的利润目标和风险承受能力，这使得交易结果也有所不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既然每个人都想知道最糟糕的情形是什么样，接下来假定在最糟糕的一天进入交易。使得这一交易成为最糟糕交易的是，波动率的大幅上涨及标准普尔 500 指数在接下来的交易日下跌。忽略所有的消息、阻力线和支撑线及其他图表，只记得交易数学。[1] 这一交易显示如何在最困难的市场中操作铁秃鹰期权。

从 2008 年 9 月 26 日至 2008 年 11 月 21 日到期，市场经历了出人意料的下跌。标准普尔 500 指数从 1 200 点下降到 750 点，跌幅为 37.5%。波动率指数从 32 点涨到 96 点的高点，涨幅为 200%。

2008 年 9 月 26 日，标准普尔指数上涨 5 点，到 1 214 点。使用一个规则：以最接近卖空行权价、相隔 25 点的行权价卖出 11 月的合约，德尔塔为 10。图 3.12显示，卖出 11 月的 1 375/1 400 看涨期权和 975/1 000 看跌期权的情形。铁秃鹰期权的两只翅膀相距 375 点。这一交易产生的信用为 16.4%，距离到期日还有 56 天。多数因素属于进入交易的首选。使得这一交易没有达到理想状态的原因是，你没有利用波动率的任何上涨进入交易。

Options	NOV <56>					
1550 calls	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1525 calls	.s.					
1500 calls	1.00	26.5%			0.59	
1475 calls	0.65	23.1%			1.25	
1450 calls	1.15	23.3%			2.41	
1425 calls	1.60	22.7%			4.26	
1400 calls	3.70	24.6%		+4	6.96	3.70
1375 calls	6.00	25.1%		-4	10.6	6.00
1350 calls	9.60	26.0%			15.3	
1025 puts	10.00	37.2%			-11.2	
1000 puts	7.90	38.4%		-4	-8.80	7.90
975 puts	6.10	39.6%		+4	-6.89	6.10
950 puts	4.90	41.1%			-5.36	
925 puts	3.60	42.0%			-4.15	
900 puts	2.95	43.6%			-3.19	
875 puts	2.00	44.0%			-2.44	
850 puts	1.50	45.2%			-1.85	

资料来源：OptionVue 6。

图 3.12　2008 年进入交易最糟糕的可能

[1] 忽略买卖价差的下降，只假设在价格中点行权，也忽略因这些变化导致的所有交易成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期一到了，你希望等到跌幅很大的一天进入交易。标准普尔 500 指数下跌 91 点，收于 1 222 点，跌幅为 7.5%。波动率指数上涨 12 点到 45，涨幅为 35%，这不是一个好的开始交易的机会。

第一次最大的测试发生在 2008 年 10 月 6 日进入交易 2 个星期后，当时市场再次发生异常波动，从高点下跌 90 点到当天的低点，收于 1 060 点，下跌 40 点。考虑到下跌的速度，你觉得 60 点是不够的，此时是你调整铁秃鹰期权下跌幅度的时机。

进入交易的一些时机问题应该在此时进行检验。有两种方法来看这一特殊的日内波动。一种方法是市场迅速反转，价格距离做空行权价 60 点。在这一情形下，最好的策略是什么也不做，等待。另一种方法，你可能看当天的波动，考虑日内市场距离你做空行权价 10 点的影响，该做出调整了。第一种方法有一点赌博的成分，第二种方法更加保守。

当价格迅速下跌时，买入并结清看跌期权就像是“空手接白刃”。能够这么做，但是会造成伤害。调整看跌期权价差的最好时机是在市场反弹时。即便在下跌的市场中，你也能看到大幅的日内反弹。将这些反弹当做调整的机遇。

设置订单来合理调整铁秃鹰期权的方法是要求你脑海中铭记恐慌和贪婪。贪婪说“不要调整”，恐慌说“还不错”。即便你没有看所有让人恐慌的消息，90 点的跌幅也会鼓励你贪婪地保护自己的本金，以防止再次反转。

当市场开始从其低点反弹时，使用最后半个小时调整是最优的。标准普尔 500 指数在市场收盘后 15 分钟报收，因此，你能持续交易。

随着市场继续下跌到 1 060 点，你以 2.30 美元卖出(获得的信用为 9%)的 1 375/1 400 看涨期权，价差现在几乎一文不值。买入来结清一文不值的价差，卖出新的价差，创造新的信用。卖出 1 225/1 250价差创造了额外的 3 美元(12%)信用。为什么这么多？因为高波动率影响所有产品的价格。为什么卖出 1 225/1 250 看涨期权？1 225 点的德尔塔是 13，略高于 10，但是在方向性市场中，你考虑在另外一个方向上承担更大的风险。你准备用额外获得的 3 美元信用，尽可能地降低看跌期权的价差。按照这些数字，你买入并结清看跌期权价差大约要用 6.50 美元，卖出 925/950 获得大约 4.25 美元，你要承担大约 2.25 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的成本，使得信用保持 0.75 美元(见图 3.13)。[1] 实现这些价格是可能的，因为你使得这些交易进入非常强的反弹状态。看涨期权的风险随时可能增加，看跌期权的风险随时可能下降。这一铁秃鹰期权新的中点是 1 075 点，在市场以1 060点收盘时不会太坏。你的看跌期权有 135 点，看涨期权有 150 点，还有 46 天到期。

Options	NOV <46>					
1450 calls						
1425 calls	0.61	37.9%			0.42	
1400 calls	0.47	34.9%	-4	+4	0.76	3.70
1375 calls	0.40	32.4%	+4	-4	1.31	6.00
1350 calls	0.98	34.5%			2.15	
1325 calls	1.49	34.6%			3.37	
1300 calls	2.25	34.8%			5.06	
1275 calls	3.10	34.3%			7.31	
1250 calls	6.25	37.3%	+4		10.2	
1225 calls	9.43	38.4%	-4		13.7	
1025 puts	50.47	41.2%			-41.9	
1000 puts	42.29	43.3%	+4	-4	-36.2	7.90
975 puts	35.76	45.7%	-4	+4	-30.9	6.10
950 puts	29.21	47.1%			-26.2	
925 puts	24.05	49.0%	-4		-21.9	
900 puts	19.80	50.9%	+4		-18.2	
875 puts	15.71	52.1%			-14.9	

资料来源：OptionVue 6。

图 3.13　2008 年崩盘：第一次调整

两天后，市场在下探 970 点的低点后收于 984 点，看起来好像被屈服了。两天内下跌 90 点，再次面临防守。无论何时，只要市场接近做空行权价 50 点都会发出红色警报。925 看跌期权的德尔塔是 37。高于 30 点时需要做一些调整(见图 3.14)。

两天后，市场仍处于自由落体式下跌状态。标准普尔 500 指数在下探 840 点的低点后收于 902 点。然而，标准普尔指数从 15:00～15:30 上涨了 60 点。在那个时候，铁秃鹰期权的价值非常接近盈亏平衡点。日内波动对期权的价格有非常大的影响，你不得不准备利用快速波动的市场上的这些形势。在这样的

[1] 确实，875/900 看涨期权也会产生同样的结果，但是我不相信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Options	NOV <44>					
1300 calls						
1275 calls	2.13	40.3%			2.24	.....
1250 calls	3.38	41.4%	-4	+4	3.64	6.25
1225 calls	4.37	40.7%	+4	-4	5.61	9.43
1200 calls	6.42	41.5%			8.24	.....
1175 calls	8.65	41.4%	+4		11.6	.....
1150 calls	13.17	43.4%	-4		15.7	.....
1125 calls	17.57	43.8%			20.4	.....
1100 calls	24.86	45.9%			25.8	.....
950 puts	55.29	54.4%			-37.7	.....
925 puts	46.36	55.8%	+4	-4	-32.2	24.05
900 puts	38.84	57.4%	-4	+4	-27.3	19.80
875 puts	32.38	59.1%			-22.9	.....
850 puts	26.68	60.5%			-18.9	
825 puts	21.07	61.2%	-4		-15.5	
800 puts	17.31	63.2%	+4		-12.6	
775 puts	13.90	64.7%			-10.2	

资料来源：OptionVue 6。

图 3.14　2008 年崩盘：第二次调整

市场中，你应该设置止损单，以在盈亏平衡点退出或接受亏损以期待运气的来临。这个时候，即便有小幅亏损，退出市场也是值得的，等待市场稳定下来后进行下一次交易。

我们说你错过了退出交易的机遇，事实确实如此。825 看跌期权的德尔塔一度高于 40，现在为 31。是时候该再次采取防御性措施了。看跌期权的价差滚动下跌到 1 100/1 125——德尔塔为 11——给予你 6 美元的新信用。以低于 6 美元买入来结清看跌期权是一个非同寻常的机遇，使得你只关心看涨期权。当然，如果你结清看跌期权后，本质上说，这是进行方向性交易。这时的问题是，市场会反弹，你不会对冲看跌期权因伴随的波动率的下跌而失去的价值。因此，你决定买入来结清看跌期权，卖出行权价低于 10 的德尔塔，即 625/650 看涨期权。因此，随着市场站上了 900 点，你的铁秃鹰期权的范围从 650 点延伸到 1 100 点，或 550 点，距离到期日还有 42 天(见图 3.15)。

每次你买入并结清看涨期权，总是以低于自己的价格买入，因此，实际上，你获得了信用。在这次调整后，你累积的信用达到了保证金的 28%。现在的问题只是等待达到盈亏平衡或获利。图 3.16 显示了最后一次调整后铁秃鹰期权的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Options	NOV <42>					
1225 calls						
1200 calls	3.49	52.6%			3.30	.....
1175 calls	5.31	54.4%	-4	+4	4.71	8.65
1150 calls	5.95	52.6%	+4	-4	6.55	13.17
1125 calls	8.67	54.2%	+4		8.87	.....
1100 calls	13.71	58.1%	-4		11.7	.....
1075 calls	15.36	56.0%			15.1	.....
1050 calls	22.50	59.8%			19.1	.....
825 puts	47.14	64.5%	+4	-4	-32.3	21.07
800 puts	41.86	68.8%	-4	+4	-27.5	17.31
775 puts	32.81	68.3%			-23.3	.....
750 puts	28.90	72.3%			-19.5	.....
725 puts	21.84	71.7%			-16.1	.....
700 puts	19.05	75.5%			-13.2	.....
675 puts	14.81	76.4%			-10.8	.....
650 puts	12.12	79.0%	-4		-8.68	.....
625 puts	9.10	79.7%	+4		-6.94	.....

资料来源：OptionVue 6。

图 3.15　2008 年崩盘：第三次调整

情形。

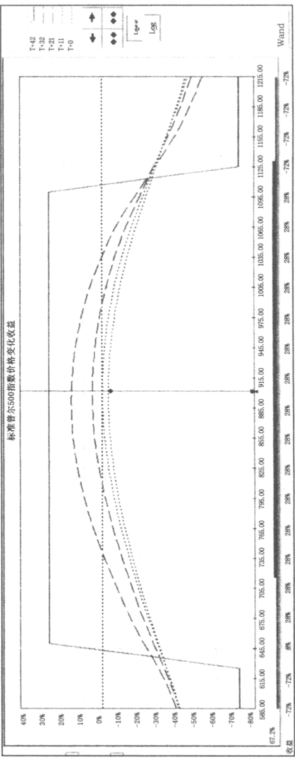
在到期日，标准普尔 500 指数几乎突破了 1 000 点，(到期前)达到了 750 点的低点，均在我们的范围内。因此，最后一天将会有一次成功的交易。这不是说你应该等待至到期，而是调整起了作用。

在所有的可能性中，安然度过这一让人害怕的时刻的交易比这里展现的要更难。买卖价差也许使得每次的调整更加昂贵。无论如何，过程、推理和方法是合理的，并且能够得到很好的执行。

成功交易的关键是明智和果断。知道进行调整的原因。当市场走势对你不利时，对于任何调整，唯一的考虑应该是保护资本而不是盈利。如果你对铁秃鹰期权保持足够的警惕，很有可能盈利。

如果你在到期前的一周仍然处于交易中，那么，这时你应该寻找一个退出点，即便承受一些亏损。在期权到期的这一周，市场开始大幅波动，在这周结束时结清。不能辨别市场将会向哪个方向运动，市场的波动很容易对你不利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 3.16　2008年崩盘：最后一次调整后的铁秃鹰期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易不受控制的反弹

很多交易者在熊市的反弹中亏损了,因为反弹似乎是非理性的。这一情绪会自我增强。打赌市场会继续下跌的交易者发现,他们在市场上涨时买入以止损。在任何时点,看空的人越多,市场因争相买入而上涨的速度越快。

在不信任的环境中,铁秃鹰期权的卖方最初享受到波动率下降的好处,最终因高德尔塔和高伽马而受挫。没有一个交易是确定的。接下来展示了过度自信和怀疑的闹剧。

2009 年 7～8 月,市场从 900 点直线上涨到 1 005 点,看起来没有上涨太多,但这是在不安的环境中上涨了 11.7%。波动率下降使得交易者不愿意做出任何具有潜在灾难性后果的调整。急剧反转不仅使你更接近看跌期权,而且要承受高波动率导致的更高价格的双重打击。下面是一个在最糟糕的时候进入的假想的交易。

2009 年 7 月 10 日,标准普尔 500 指数以 879 点报收。你正好在德尔塔低于 10 时进入交易,产生了 3 美元的信用或保证金为 12%的信用。这一交易的一个危险信号是距离到期日没有足够的时间,空间也不足够大。在市场处于强劲上涨趋势时进行交易,试图在波动率经历某种突然上涨时卖出。

交易的具体情况是:卖出 8 月的 750/755 看跌期权,买入 975/1 000 看涨期权,距离到期日还有 42 天,获得信用为 15%。

标准普尔 500 指数在 7 月 16 日上涨到 934 点。随之而来的波动率的下降暴露了调整这一铁秃鹰期权的难度。头寸下跌 9%,德尔塔为 27。图 3.17 显示了滚动买入看涨期权有多难。滚动买入看跌期权,此期权整整上涨了 50 点,你只储存了 2.30 美元的信用;滚动买入 25 点的看涨期权,价值为 3.90 美元,净支出为 1.60 美元。

尤其让人头疼的是,看跌期权距离目前的价格只有 100 点,很容易受到大幅反转的影响。市场在接下来的 3 个星期持续上涨到 1 000 点,这意味着此次交易至少需要再进行一次调整。这是“不可能的”交易,因为所有的预言者都预言市场以这种方式持续上涨是“不可能的”。你相信所有这些“专家”,但是没有任何帮助,因为他们都错了。你一般不得不针对眼前的情况进行交易。从这个例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子中得到的主要教训是,波动率下降对铁秃鹰期权交易有利的同时,大幅上涨意味着你不得不与伽马作斗争。为了收集滚动买入看涨期权必要的信用,你将不得不以不舒服的方式结清看跌期权。无论如何,做你不得不做的事,交易数学。

Options	AUG <37>					
1125 calls						
1100 calls	0.15	21.8%			0.29	.....
1075 calls	0.55	22.5%			1.15	.....
1050 calls	0.70	20.2%			3.42	.....
1025 calls	1.70	20.3%	+4		8.11	.....
1000 calls	4.10	20.6%	-8	+4	16.0	0.95
975 calls	9.70	22.1%	+4	-4	27.0	2.30
950 calls	18.30	23.3%			40.1	.....
925 calls>	30.90	24.7%			53.5	.....
875 puts	11.50	27.3%			-24.7	.....
850 puts	7.50	29.1%			-17.4	.....
825 puts	5.10	31.5%	-4		-12.0	.....
800 puts	3.30	33.2%	+4		-8.24	.....
775 puts	2.20	35.5%	+4	-4	-5.64	6.80
750 puts	1.75	38.7%	-4	+4	-3.85	4.40
725 puts	1.00	39.9%			-2.64	.....
700 puts	0.75	42.5%			-1.81	.....

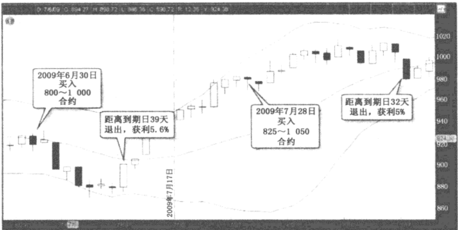
资料来源:OptionVue 6。

图 3.17 不受控制的反弹:铁秃鹰期权调整

7 月的交易是截然不同的。在图 3.18 中,你看到在获得不错的回报的同时,如何快速地执行两次真实的交易。当你看到市场反弹时,你选择等待,直到在卖出期权前反弹仿佛已经结束。6 月底,市场下跌,波动率上涨,你卖出铁秃鹰期权。几天内你就可以获利。随后你在进入另外一次交易前等待时间超过了 2 个星期。如果你选择保留第一次交易的头寸,试图获得更多的利润,你就会马上感到后悔,因为市场持续上涨。承担的市场风险可能低于市场波动产生的潜在不利风险。只需兑现利润,等待下一次机遇,因为总是有下一次机遇。

迅速回顾一些调整的规则:(1)在下跌的市场中调整是相对容易的,因为你滚动买入看涨期权获得了更多的信用。(2)很难在市场上涨时进行调整,因为你滚动买入看跌期权不会获得太多的信用,使得你的头寸更接近下跌风险。(3)交易数学,不要让德尔塔超过 25～30。(4)如有可能,在市场当天向相反的方向运动时进行调整。在市场反弹时调整看跌期权,或者在市场下跌时调整看涨期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：thinkorswim by TD Ameritrade。

图 3.18　两次很短的盈利交易

(5)只根据眼前的情况进行交易，而不根据你或任何其他人对市场将来的走势的看法进行交易。(6)如果你必须调整，考虑第一次出现机会时以盈亏平衡退出。(7)你能经常以更好的行权价进行新的交易。

风险管理

其他的策略能降低你面临的风险。调整策略是风险管理的唯一的一个方面，目标是使入市的时间最小，盈利最大。

接受损失

最不舒服的风险管理策略是接受损失。有时你不得不接受损失，但这是游戏的一部分。如果你几个月盈利4%，如有必要，你则能承受5%或10%的损失。坚持100%赢，意味着你会在某一天将交易推迟得太远。使用之前阐述的策略，亏损的交易也许几年也不会发生。耐心地等待好的进入点，迅速地退出市场以减少入市的时间，因此也降低了市场风险。

降低敞口

买入并结清一半或1/3的铁秃鹰期权源于不同的动机。一种动机是将损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少到最小。因此，不是承担所有头寸的亏损，你以亏损的形式部分退出交易，用更少的资金交易铁秃鹰期权的其余头寸，并承担相应的风险。另外一个买入并结清部分铁秃鹰期权头寸的原因是迅速获得小额的利润，以其余的头寸用更长的时间来获得更大的利润。当然，你也会面临市场未来的风险。但是心中有特定的目标——关于呆在交易中的时间、其余铁秃鹰期权头寸能够承受的亏损的大小，以及你期望获得多少利润才结束交易。

单侧回购

第三个策略是买入并结清铁秃鹰期权一侧的全部或部分头寸。当你做出调整时，技巧是买入并结清一个价差，卖出更昂贵的价差。当你做出调整时，你想在期权价值低于你之前卖出的价格时买入来结清价差，这样你能从该交易中获利。价差失去价值有三种原因:波动率下降、时间衰竭和市场方向变化。当市场迅速向一个方向运动时，另外一个方向的价差价值减小的机会就成为买入来结清并且随后以不同的行权价卖出的机遇。如果价差失去价值的原因是由于波动率下降或时间衰竭，也许是买入来结清铁秃鹰期权该侧全部或部分头寸的机遇。一方面，波动率经常上涨，另外一方面，也许没有太多的时间来进一步削减价差的价值。

买入来结清铁秃鹰期权一侧的头寸只在两种情形下有用。第一种情形是当你对市场反转的方向非常有信心时，以至于铁秃鹰期权价值的下降足够产生利润。如果正确，你就能够在发生反转时以非常低的价格买入并结清头寸，随后以更高的价格卖出其他的价差。第二种情形是，尽管这会起作用，但是不要等待太长的时间来结清其余的头寸。如果几天后你仍没有买入来结清其余的头寸，即使你的时机选择错误，你仍有其他一侧的头寸来进行对冲。

交易铁秃鹰期权能赚很多利润，但是只有在你非常谨慎的情形下才会赚到。没有风险就没有回报。铁秃鹰期权的风险经常是巨大的，同样回报也是大的。但是通过使用这里展示的洞见，你会有更大的机会获得利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 日内交易铁秃鹰期权

整本书中，你研究非常明确的策略，卖出铁秃鹰期权来获取时间价值。策略的基本点是卖出距离到期日 6～8 周的铁秃鹰期权，在到期前 1 个月退出。在这样的策略下，你能卖出股票、交易所交易基金或最好是指数的铁秃鹰期权，因为其对个别公司的消息敏感性较低。

还有另外一种卖出铁秃鹰期权的方法，即在宣布重大新闻事件前卖出，这与日内交易策略很相似。在宣布重大新闻事件前，卖出铁秃鹰期权的思想似乎与到目前为止你对铁秃鹰期权的了解矛盾。卖出铁秃鹰期权假设时间衰减和价格稳定。你知道这样的事实，在重大的消息宣布前，股票的价格是不稳定的；在消息宣布后，股票的价格波动很有可能比往常剧烈。表面上看，这一策略似乎是违背直觉的。无论如何，西塔、伽马、德尔塔和维加如何发挥作用的所有基本原则都是相同的，但是更加剧烈。卖出铁秃鹰期权的核心是西塔的递减，对第二种交易只关注波动率或维加。

关于收益

每个公司每季度宣布其收益。在收益报告发布后，市场的反应是剧烈的、温和的或者没有反应。波动的原因对交易者来说有时是神秘的。市场惩罚正面的收益报告或奖励糟糕的收益报告是正常的，因为一切均取决于“预期”，甚至达到或超过预期也不经常起作用。因此，尽管收益报告和价格运动有因果关系，市场集体推理背后的原因经常是很细微的。无论出于什么原因，股票价格都能剧烈运动，因此，所有类型的交易者都努力寻找利用这一几率迅速获利的方法。

一般的股票交易者如果认为次日股票会有大的涨幅，经常只是买入股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常也有做空股票——计划高位卖出，低位买入——的可能，但是，在个人退休账户中通常不允许卖空。即便你能卖空股票，价格上涨与下跌的几率为50：50，对你来说是有利的，不会比买入股票更好。如果你是错的，充其量只是下跌几个百分点。最差的情况是，股票在错误的方向上形成新的趋势，你出于某种原因决定等待，增加了亏损。

在做多或做空股票时，你只有在方向正确时才能赚钱。没有一个人能保证某天股票价格会上涨或下跌。交易者只是猜测和打赌，但是没有一个人确切地知道。你能说出与波动率同样的内容。预测波动率与预测方向一样难，因为内涵波动率经常在股票下跌时上涨。仅仅因为你是波动率交易者，并不意味着你就具有有意义的优势。

然而，有少数非常重要的例外，此时波动率的上涨和下跌是确定的。一个例外发生于发布收益报告时。这是不可以改变的事件之一，你能数得出，每年 4 次。与这一确定性密切相关的是收益报告发布前一天内涵波动率的上涨。每个人都想利用这一确定性。共同的问题是，如何利用呢？

在收益报告发布的前一天，股票价格可能相对稳定。假设股票价格因利好消息而上涨，因利空消息而下跌，因此，多数交易者不想在大的消息发布前在这个或那个方向下大的赌注。在收益报告发布前预测股票价格的走向是非常难的。历史上如果股票波动率较高，这只会增加收益报告公布后市场反应的不确定性。

一些期权交易者提倡在收益报告发布前买入平价看涨期权和看跌期权，即所谓的多头跨式套利。一方面，你潜在的亏损限于期权的价格；另外一方面，如果波动足够大，潜在的利润是无限的。表面上看，这一理性的操作是有意义的。你在赌市场将上涨或下跌。你会在哪里出错呢？

亏损比你想象得要容易。我们回溯到收益报告发布前的几个星期。你在做另外一侧的跨式期权。想象一下，你是平价看跌期权和看涨期权的卖方。股票 XYZ 目前的价格是 100 美元，你认为股票在到期时最大的涨、跌幅各为 10 美元。作为卖方，你卖出这些平价看涨期权和看跌期权的价格是多少呢？你不会以低于 10 美元的价格卖出看跌期权或看涨期权，因此，你也许要求跨式期权的卖出价格至少是 20 美元。

检验这一交易的不同结果。如果市场上涨 10 美元，那么你作为卖方不得不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付卖出的看涨期权 10 美元，保留卖出的看跌期权所收到的 10 美元。这一交易中，你亏损的唯一情形是股票价格在每个方向上的波动超过 20 美元。跨式期权的买方需要跨一侧的交易 200%犯错才能赚钱。唯一的问题是，这一交易在两个方向上均没有得到保护，如果价格大幅上涨或下跌，你将面临比卖出铁秃鹰期权更大的风险。由于收益报告发布后市场经常会发生剧烈的波动，因而你希望提供对你有利的概率。

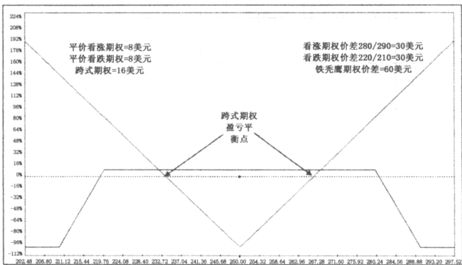
两个星期过去了，你将面临收益报告的发布。切记，你还有两个星期到期。通常，经过两个星期的时间衰减，这些期权的价格只有 16 美元，每侧的跨式期权价值为 8 美元，但是由于对收益报告发布的恐慌，价格上涨到 20 美元。作为跨式期权的卖方，你出于两个原因卖出：第一个原因是，与之前一样，你认为价格到期时在任一方向的波动不会超过 20 美元。第二个原因是，你也知道收益报告发布前由于恐慌和投机，价格会上涨。在收益报告发布后，没有任何事再值得害怕，因为没有更多的不确定性。当恐慌对期权价格的影响被剔除后——反映为内涵波动率的下降，20 美元的期权价值等于或低于 16 美元。

提高对你有利的几率的一个方法是交易高波动率。切记，高波动率并不意味着收益报告发布前的波动率数字是错误的。这里也没有说价格在某种程度上被高估了。你大体可以确定的是波动率在次日会下降。波动率的跌幅越大，对在高波动率时卖出的卖方越有利，尤其是在乏味的收益报告发布时没有发现较高波动率的情况下。

另外一种提高成功几率的方法是交易低德尔塔。使用苹果公司的例子来比较跨式期权与铁秃鹰期权。苹果公司股票的价格为 250 美元时，2010 年 9 月平价看涨期权和看跌期权的成本均为 8 美元，总成本是 16 美元(1 600 美元)。德尔塔为 10 或小于 10 时，苹果公司股票铁秃鹰期权的幅度介于 230～280。跨式期权的买卖双方就价格是否会波动 16 美元展开争论时，铁秃鹰期权的卖方需要价格在任一方向波动超过 30 美元才会亏损。通过图 4.1 中的例子可以看到，如果价格在任一方向波动 30 美元，跨式期权的买方获得的回报是 80%(卖方明显承担了相同的亏损)，但是铁秃鹰期权的卖方仍盈亏平衡。

不是所有的收益报告或股票都是一样的。你能研究最好的条件，即利用每家公司波动率提高的机会来进行交易。这一交易与其他任何交易一样也有风险。事实上，有时你也会有大幅的亏损，但是你能缓和这一风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 4.1 跨式期权与铁秃鹰期权

完美设置和交易

首先，你想确定在收益报告公布前卖出期权能获得多大的优势。在公布收益报告前是否卖出铁秃鹰期权的决定因素是波动率的偏态值及其随后的下跌。卖出铁秃鹰期权是因为时间衰减，你须密切注意内涵波动率与历史波动率的差异。如果内涵波动率大于历史波动率，交易对卖方有利，使用过去的行为作为未来波动的指标。这一偏态值看中未来而不是过去。

图 4.2 是 2010 年 4 月 22 日亚马逊公布收益报告前的情形，5 月平价看涨期权的定价基于 48.2%的内涵波动率。与之相比较，6 月和 7 月期权的波动率分别为 41.4%和 39.0%。

在表 4.1 中，波动率在之前的几天稳步上涨。星期一前的三天，平价看涨期权的内涵波动率为 42.5%。波动率上涨的合理结论是：股票价格的下跌，因为当股票价格上涨时，波动率会下降。本例中则不是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Options	MAY <30>			JUN <58>			JUL <86>		
175 calls									
170 calls	1.91	45.7%	18.8	3.05	39.5%	23.8	4.20	37.2%	27.4
165 calls	2.89	46.1%	25.7	4.20	39.8%	30.2	5.50	37.6%	33.4
160 calls	4.25	46.8%	34.0	5.70	40.1%	37.4	7.10	37.9%	39.9
155 calls	6.05	47.6%	43.2	7.65	40.8%	45.3	9.10	38.5%	46.9
150 calls>	8.35	48.2%	52.9	9.95	41.4%	53.5	11.40	39.0%	53.9
145 calls	10.95	48.5%	62.6	12.65	42.1%	61.5	14.15	40.0%	60.9
140 calls	14.15	49.0%	71.8	15.70	42.8%	69.1	17.15	40.6%	67.6
135 calls	17.70		79.9	19.30	44.0%	75.9	20.60	41.7%	73.7

资料来源：OptionVue 6。

图 4.2　月度波动率偏态值

表 4.1　　在亚马逊公布收益报告前价格和波动率同时上涨

	之前		之后		
	2010 年 4 月 19 日	2010 年 4 月 20 日	2010 年 4 月 21 日	2010 年 4 月 22 日	2010 年 4 月 23 日
股票价格	142	144	146	150	145
内涵波动率（%）	42.50	42.50	43.70	48.30	30.80

资料来源：OptionVue 6。

在收益报告公布前，股票的市场价格在整个星期稳步上涨。正如表 4.1 中所示，波动率也在收益报告公布前突然稳定上涨。在收益报告公布后的次日，波动率从 48%下跌到 30%，跌幅为 37.5%。股票价格也在下跌。

铁秃鹰期权交易对亚马逊收益报告公布前后的情形感兴趣。你让德尔塔作为你的指导。不了解公司、历史或行业的任何信息，只是交易数学。在这个交易中(见图 4.3)，你卖出 125/130 看跌期权和 175/180 看涨期权，获得信用为 20%的保证金。

注意跨式期权在 150 时的价值。看涨期权的价值为 8.35 美元，看跌期权的价值为 7.95 美元。看多跨式期权的买方需要市场在到期日前任一方向的涨幅超过 16.30，以在交易中赚钱。看涨期权是 25 美元，看跌期权是 20 美元。

铁秃鹰期权的基本面经常是相同的。所有的希腊字母仍在发挥作用。图 4.4是一个标准的铁秃鹰期权图形。基于第一条点线——代表今天，市场的任何显著运动立即会让交易亏损。第二条线显示，如果价格在 16 天内处于同一水平，铁秃鹰期权的价值将会达到 11%。二维图形不能同时说明交易的第三个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Actuals	AMZN Common		Legend	
	150.09	+3.66		
Options	MAY <30>			
195 calls				
190 calls	0.28	44.6%		2.74
185 calls	0.48	45.1%		4.65
180 calls	0.77	45.0%	+20	7.54
175 calls	1.23	45.3%	-20	11.7
170 calls	1.91	45.7%		17.3
165 calls	2.89	46.1%		24.4
160 calls	4.25	46.8%		32.9
155 calls	6.05	47.6%		42.6
150 calls>	8.35	48.3%		52.8
150 puts>	7.95	46.6%		-47.2
145 puts	5.60	47.0%		-37.1
140 puts	3.70	46.8%		-27.7
135 puts	2.42	47.5%		-19.7
130 puts	1.42	47.5%	-20	-13.2
125 puts	0.85	48.7%	+20	-8.34
120 puts	0.50	50.4%		-4.95
115 puts	0.27	51.4%		-2.74
110 puts	0.15	53.5%		-1.42

资料来源：OptionVue 6。

图 4.3　亚马逊铁秃鹰期权的日内交易

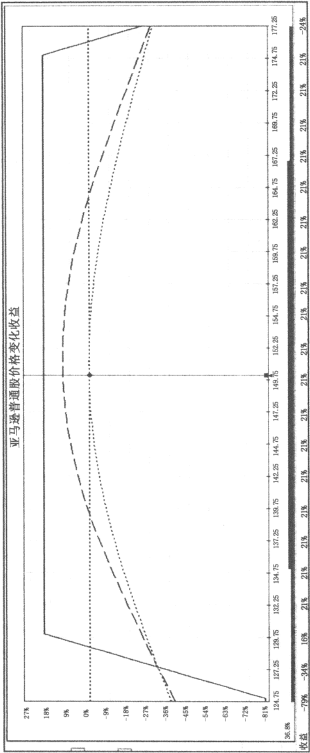
维度——波动率——的影响。

在图 4.3 和图 4.4 中，没有任何形式能比视觉更好地表达波动率的重要性。在次日开盘后的前半个小时，股票的价格已经完全消化了收益报告公布后的影响。实际上，收益好坏与否已经不重要了。市场中任一方向的表现都平平。市场的不确定性已经消失，因此，期权价格的不确定性也消失了。铁秃鹰期权的价值大幅下跌，隔夜交易的收益率为 11%（见图 4.5）。

这一交易获得成功是因为你在交易数学，交易维加。尽管在交易前还要考虑其他信息，任何其他的信息对交易的盈利能力或成功的可能性均没有影响。进一步的研究帮助你决定是否值得交易或是否应该顺其自然。

指导铁秃鹰期权交易的大多数条件仍然适用。首先是价格。高价股票有很多截然不同的行权价。但是，不只是行权价的数字是显著的。你不得不看德尔塔，明确从一个行权价跳到下一个行权价的幅度有多大。相隔几点的行权价的德尔塔是不同的。你不想看到一个行权价的德尔塔是 30，下一个行权价的德尔塔是 10。那样的幅度不会给予你太多的选择。如果涨幅过大，股票是没有用

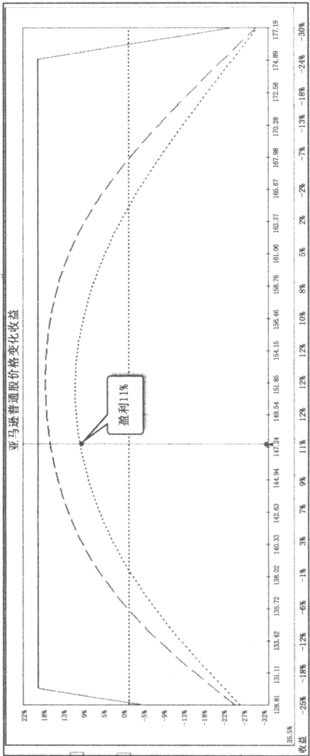
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 4.4 亚马逊铁秃鹰期权日内交易损益分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 4.5 亚马逊铁秃鹰期权日内交易：盈利交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。你想看到期权有高持仓量和成交量。盈利窗口非常小，你想能够在买卖价差较大的情况下迅速交易。

过 程

回顾 2010 年 7 月 16 日星期五交易期权的机遇，到期日如下：盈利交易距离到期日有 30 天，因此，你能看到其他的极端情形，只有一天到期。表 4.2 显示了波动率偏态值从 1 个月到下一个月的程序的结果。为了对结果进行排序，程序用第一个月的波动率除以第二个月的波动率。如果数字超过 1，有偏态值；如果低于 1，不值得考虑。

表 4.2　　日内交易波动率偏态值候选公司

	资产名称	代码	排序值	内涵波动率第一高	内涵波动率第二高	内涵波动率第三高	平均总成交量	到期日收盘价
1	谷歌	GOOG	2.45	79.2	32.3	30.5	56 274	494.02
2	高盛	GS	1.50	56.7	37.8	35.3	19 532	145.22
3	BP 普拉德霍湾信托（BP Prudhoe Bay Trust）	BPT	1.09	26.8	24.7	29.9	4 125	91.37
4	加拿大钾肥（Potash Saskatchewan）	POT	1.06	41.2	38.9	38.2	6 999	98.49
5	PNC 金融服务（PNC Financial Services）	PNC	1.05	37.0	35.3	37.0	1 182	60.88
6	钻石信托系列（Diamonds Trust Series）	DIA	0.97	19.5	20.2	20.7	4 650	103.70

资料来源：OptionVue 6。

表 4.2 中的第一家公司没有让我惊奇。谷歌经常在星期五到期前的晚上发布收益报告。自然，在只剩 1 天的情况下，内涵波动率急剧上涨，因为市场不关心它是星期五到期，而是会运动到认为正确的任何点位。期权价格不得不包含成交量很大的股票在发布收益报告后预计的波幅。

在星期四结束时，每个买卖即将到期期权的交易者都在投机。如果交易者真的想对冲谷歌头寸，买入下个月内涵波动率为 32% 的看跌期权，要比只有 1 天到期的内涵波动率为 79% 的看跌期权便宜得多。这一交易的投机性很强，波动率也很高，几乎为下个月的 2.5 倍。

通过图 4.6 可以看到过去谷歌的走势，以明确其中到期日的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Date / Time (ET)	Announcement	Same Day [if bmo] gap	Same Day [if bmo] close	Next Day [if amc] gap	Next Day [if amc] close
15 Jul 10 amc	Q2 2010 Google	0.08	0.55	-	-
15 Apr 10 amc	Q1 2010 Google	0.54	1.07	-5.43	-7.59
21 Jan 10 amc	Q4 2009 Google	0.52	0.44	-3.17	-5.66
15 Oct 09 amc	Q3 2009 Google	-0.29	-1.01	3.29	3.76
16 Jul 09	Q2 2009 Google	-0.34	1.01	-2.17	-2.79
16 Apr 09 amc	Q1 2009 Google	0.53	2.43	-0.70	0.90
22 Jan 09 amc	Q4 2008 Google	-1.66	1.13	0.90	5.94
16 Oct 08	Q3 2008 Google	-1.89	4.08	7.35	5.53
17 Jul 08 amc	Q2 2008 Google	-0.27	-0.40	-6.58	-9.77
17 Apr 08 amc	Q1 2008 Google	0.28	-1.06	19.06	19.99
31 Jan 08 amc	Q4 2007 Google	-1.69	2.92	-6.31	-8.58
18 Oct 07 amc	Q3 2007 Google	0.30	0.97	2.35	0.80

IV1	IV2	IV3
79.20%	32.30%	30.50%

Skew IV2 to IV1	Skew IV3 to IV2
46.90%	1.80%

资料来源：DiscoverOptions。

图 4.6　谷歌收益波动

最右边的一列显示在收益报告发布当天到次日的波动百分比，有非常大的涨幅。不管 2008 年 4 月 17 日你的价差多大，你在次日都会亏损，当时谷歌上涨了 90 点，或涨幅为 19%。这一近 20%的涨幅说明交易个股而不是指数的内在风险。有时你会亏损，这也是你要明智地使风险处于较小水平的原因。

忽略那些极为罕见的大幅上涨，你不应该受到大幅运动的影响。起作用的不是按照百分比衡量运动的幅度，而是在低德尔塔水平铁秃鹰期权的定价有多大的优势。换句话说，即便在 7.5%的涨幅后，其是否还可以盈利？你仍能由于高波动率而执行交易并赚钱或盈亏平衡吗？

交易的指导原则是，寻求做空行权价低于 10 的德尔塔。在看涨期权方面，你也许选择更加激进，因为波动幅度越大（除了这一例子中的少数例外），经常会下跌。目标是看这一交易次日的情况如何。在内涵波动率为 72%（下个月内涵波动率的 2.5 倍）时，你应该在谷歌处于 595 美元时卖出 540/550 看跌期权和 650/660 看涨期权，获得价值保证金为 8.5%的信用（见图 4.7）。谷歌收于 550 美元，正好为较低的行权价。因此，对于该交易，你只要支付佣金即可。准备下一次交易，对吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Actuals	GOOG Common		Legend	
	595.30	+6.30		
Options	APR <2>			
680 calls				
670 calls	0.35	80.3%		2.53
660 calls	0.80	84.2%		4.09
650 calls	0.90	76.2%	+10	6.52
640 calls	1.30	71.8%	-10	10.2
630 calls	2.35	71.4%		15.6
620 calls	4.00	70.9%		23.0
610 calls	6.40	70.0%		32.8
600 calls>	10.50	72.1%		44.8
600 puts>	14.70	69.3%		-55.2
590 puts	9.20	66.8%		-42.0
580 puts	5.50	66.7%		-29.5
570 puts	2.95	66.3%		-19.2
560 puts	1.55	67.9%		-11.5
550 puts	0.90	71.1%	-10	-6.29
540 puts	0.40	72.0%	+10	-3.17
530 puts	0.25	76.1%		-1.46
520 puts	0.10			-0.61

资料来源：OptionVue 6。

图 4.7　谷歌日内交易（一）

切记，你是交易者。你不得不观察这些“日内交易”铁秃鹰期权，并等待合适的机遇进行交易。只是因为价格收于 550 美元，并不意味着从开盘价看头寸是没有价值的。

事实上，谷歌以 565 美元开盘时，头寸价值为 7.2%（见图 4.8）。随着时间的流逝，股票价格继续下跌，直到 15:00，仍维持盈利状态，只是盈利减少了。在 15:30，随着价格运动到 550 美元，距离做空行权价只有 5 点，且再过 30 分钟就收盘了，此时开始亏损。

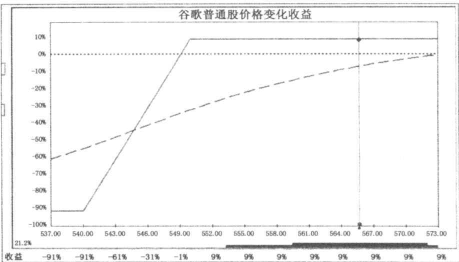
这里的主要教训是“直到收盘时，交易才结束”。听到坏消息后，举措是在开盘后兑现利润，退出交易。考虑到当天有多么糟糕，迅速退出交易非常好。

现在看你面临的谷歌交易。你已经预计内涵波动率处于高位。不要只是为了知道自己处于什么位置而看走势图。

图 4.9 中，谷歌在两个星期中从 440 美元的低点反弹到接近 500 美元，其到达了前期的高点——可以看做警告信号。价格仍会继续上涨。看来，市场的定价已经充分地反映了很多的利多消息。

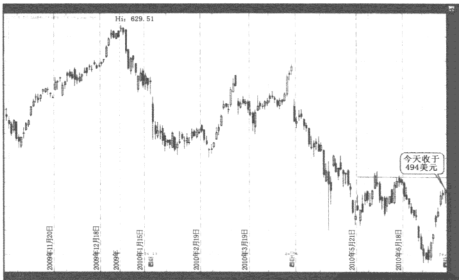
在这些日内交易中，成为聪明的技术分析师没有多大的帮助，因为收益消息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 4.8　谷歌开盘价格



资料来源：OptionVue 6。

图 4.9　谷歌价格走势

无论如何会为交易创造短期的高点，其走势是无法预测的。只需要看一下消息，价格可能是缓慢上涨、小幅获利回吐的运动，也可能出现大的降幅。因此，你需要担心的是下跌风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是期权市场告诉你的故事。看一下平价看涨期权的价格，卖方认为价格最多会上涨到 13.50 美元。有趣的是，平价看跌期权只有 9.80 美元，即便有这么高的波动率，说明市场偏向看多。

根据图 4.10，如果你决定卖出德尔塔为 10 的 530/540，你将获得 0.55 美元的信用；如果你选择卖出 540/550，你也会获得相同的信用。注意到，540 美元的内涵波动率高于 550 美元或 530 美元的内涵波动率。这些价格扭曲依据对一定行权价的需求时有发生。因此，利用高价差和低风险是有意义的。看跌期权甚至不会问自己问题，只要价格足够低，你就会赚钱。总信用价值为 9.8%。你可以等待价格到更低的价位，但是不会赚钱。

Options	JUL <2>			
580 calls				
570 calls	0.30	95.4%		0.78
560 calls	0.35	88.7%		1.60
550 calls	0.40	79.8%	+10	3.16
540 calls	0.95	80.7%	-10	5.96
530 calls	1.50	76.3%		10.7
520 calls	2.75	75.5%		18.0
510 calls	5.50	79.7%		28.5
500 calls	8.50	77.0%		42.0
490 calls>	13.50	78.0%		57.2
490 puts>	9.80	80.5%		-42.8
480 puts	6.20	83.0%		-28.7
470 puts	3.30	81.3%		-17.5
460 puts	1.75	82.9%		-9.70
450 puts	0.90	85.1%	-10	-4.90
440 puts	0.40	85.8%	+10	-2.25
430 puts	0.25	92.5%		-0.95
420 puts	0.15			-0.37
410 puts	0.05			-0.13
400 puts	0.05			-0.04

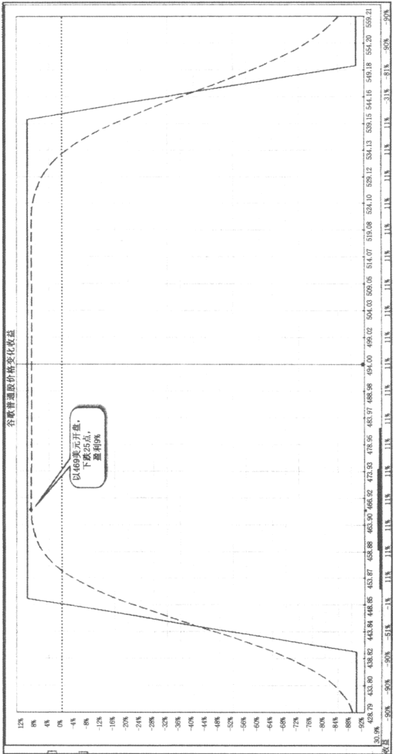
资料来源：OptionVue 6。

图 4.10　谷歌日内交易(二)

次日上午

消息是利空的。谷歌大幅下跌，以 469 美元开盘，下跌 25 点，跌幅为 5%。在这种情形下，你应该尽快退出交易。当然，还有 19 点，但是谁知道跌幅会有多大呢？你如果马上退出交易，将获得 9%的盈利。不值得再等待 1 分钟。图 4.11显示第一分钟的屏幕截图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：OptionVue 6。

图 4.11 谷歌开盘时的日内交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，当天收盘时会发生什么情况呢？会更糟糕吗？在你退出交易后，你会对上面的问题感兴趣。

重要的消息发布

还有很多类型的事件对波动率有很大的影响：任何种类的政府声明；联邦食品和药物管理局计划推出关于制药公司新药的决定；法庭的重要裁决或国会的投票预期会直接影响公司。影响公司的任何计划中的事件在其结果不可预测时会导致波动率上涨。

在交易日快收盘时(准确地说是 15:27)，另外一个非常好的机遇也在到期日的前一天出现了。证券交易委员会宣布其将在 16:45——正好在收盘后——发布关于高盛的重大消息。有消息说，证券交易委员会与高盛就结算进行了协商，该传言使得高盛股票价格反弹。

在一个小时内，波动率从 30%直线上涨到 56%(见图 4.12)。从所有指标看，市场已经消化了利好消息。波动率上涨不能用通常的原因进行解释，因为市场同时也在上涨。跨式期权大约以 5 美元卖出(看涨期权 2.48 美元，看跌期权 2.38 美元)。

Options	JUL <2>		
160 calls	MktPr	MIV	Delta
155 calls	0.03		0.07
150 calls	0.06		1.19
145 calls	0.24	33.5%	13.7
140 calls>	1.89	30.4%	64.3
135 calls	6.20		98.8
130 calls	11.15		100
155 puts	13.90		-100
150 puts	8.95		-98.8
145 puts	4.15		-86.3
140 puts>	0.77	30.1%	-35.7
135 puts	0.09		-1.21
130 puts	0.03		0.00
125 puts	0.03		0.00

高盛东部时间15:00

Options	JUL <2>		
160 calls	MktPr	MIV	Delta
155 calls	0.40	70.5%	11.3
150 calls	1.06	64.9%	25.2
145 calls>	2.48	55.2%	52.3
140 calls	5.80		80.2
135 calls	10.40		94.0
130 calls	15.25		98.6
155 puts	10.35		-88.7
150 puts	5.85		-74.8
145 puts>	2.38	58.2%	-47.7
140 puts	0.73	60.1%	-19.8
135 puts	0.23	67.9%	-6.00
130 puts	0.08		-1.42
125 puts	0.04		-0.28

高盛东部时间16:00

资料来源：OptionVue 6。

图 4.12　高盛重大消息发布

这一交易的问题是你原本能从铁秃鹰期权的看跌期权中获得信用。德尔塔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 10 的铁秃鹰期权获得了相当于保证金为 5%的信用(见图 4.13)。与可能较小的回报相比,似乎承担了太多的风险。德尔塔也有非常大的涨幅,因为行权价相对较少。

Actuals	GS Common		Legend	
	145.22	+6.16		
Options	JUL <2>			
165 calls				
160 calls	0.26	85.7%	+20	5.17
155 calls	0.40	70.5%	-20	11.3
150 calls	1.06	64.9%		25.2
145 calls>	2.48	55.2%		52.3
140 calls	5.80			80.2
135 calls	10.40			94.0
155 puts	10.35			-88.7
150 puts	5.85			-74.8
145 puts>	2.38	58.2%		-47.7
140 puts	0.73	60.1%		-19.6
135 puts	0.23	67.9%	-20	-6.00
130 puts	0.08		+20	-1.42
125 puts	0.04			-0.28

资料来源:OptionVue 6。

图 4.13　高盛日内交易

从所有指标看,利多消息会导致进一步的上涨。任何利多消息也许已经在定价中得到反应,可能进一步限制了上涨。在已经上涨 3.5%的基础上,又上涨了 10 点,涨幅为 6.8%。

次日,高盛开盘上涨 6 点,但是从来没有维持在 150 美元上方。交易日开始 1 小时,铁秃鹰期权就基本上失去了价值。因此,即便是在不那么完美的形势下,交易也会起作用。

按照定义,日内交易是风险非常大的交易。期权的杠杆效应只是放大了风险的维度。这里的目标与之前的交易一样,旨在使用期权价格的信息来帮助你设置交易。波动率的变化为你提供了进入交易和退出交易的机遇。德尔塔告诉你市场的想法,是价格会达到某一水平的机遇。消除观点和猜测的影响,只看期权价格通过希腊字母告诉你的内容,你应该会极大地提高盈利水平和成功的机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Profiting with Iron Condor Options

本克利法设计了在持续创造盈利的同时降低风险的精美策略。他交易期权的策略应该成为每个交易者方法的一部分，尤其是处于波动市场中的交易者。

迈克尔·C.托姆塞特（Michael C.Thomsett），《保守投资者期权交易》（*Option Trading for the Conservative Investor*）作者

迈克尔·本克利法是真正的交易者。他对铁秃鹰期权策略的洞见源自多年使用这一策略在不同的市场环境下赚了大钱。他的经验对入门级和资深的期权交易者均有益。

——史蒂夫·兰茨（Steve Lentz），DiscoverOption

很少有书会像本克利法阐释铁秃鹰期权那样详细讲述交易策略。交易时机、进入和退出规则、波动率影响、选择标准、急剧反弹和下跌的调整、风险管理等所有的交易都一一展现。不像多数交易书籍，本书的作者多年以来致力于完善本书中所讲的交易策略并用这一策略进行交易。本克利法用大量的笔墨深入分析了铁秃鹰期权交易的复杂动态。不阅读本书就交易铁秃鹰期权就像上战场不带枪。

杰夫·奥根（Jeff Augen），《在到期日交易期权》（*Trading Options at Expiration*）作者

太多的书籍没有详细地阐述每个市场环境下每种策略的使用。本克利法通过集中讲述一种策略即铁秃鹰期权来规避这一缺点。本克利法成功地将对铁秃鹰期权的明晰解释与交易纪律结合在一起。重点是盈利最优化，而不是盈利最大化。风险和回报是交易的应有之义。他在使得时间、价格和内在波动率降到最低程度方面做了非常好的工作。本书对理解和应用核心交易概念提供了坚实的基础。

——弗兰克·弗伊（Frank Fahey），CBOE交易池工作20年



PEARSON
www.pearson.com